

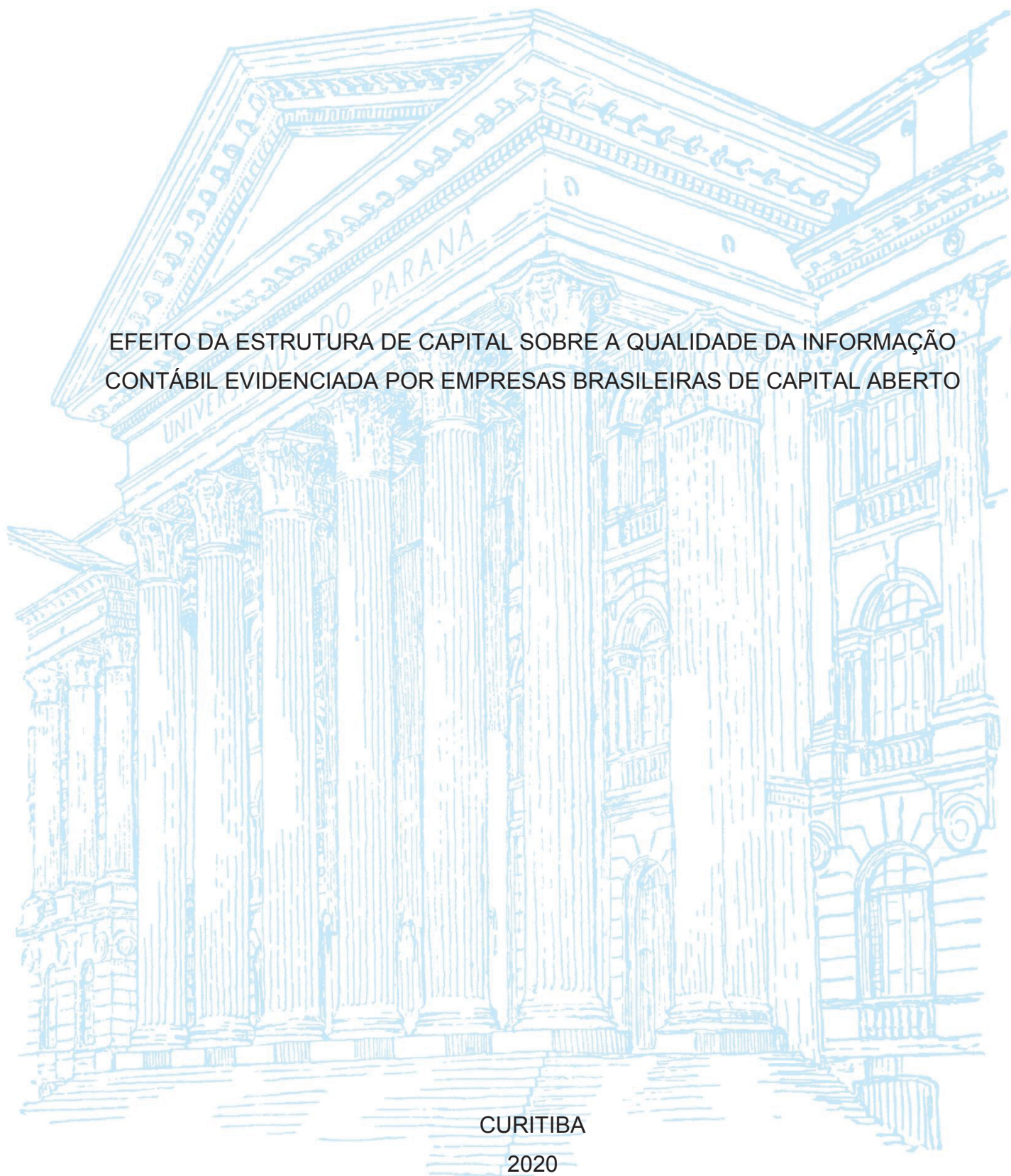
UNIVERSIDADE FEDERAL DO PARANÁ

RENATA ORSATO

EFEITO DA ESTRUTURA DE CAPITAL SOBRE A QUALIDADE DA INFORMAÇÃO
CONTÁBIL EVIDENCIADA POR EMPRESAS BRASILEIRAS DE CAPITAL ABERTO

CURITIBA

2020



RENATA ORSATO

EFEITO DA ESTRUTURA DE CAPITAL SOBRE A QUALIDADE DA INFORMAÇÃO
CONTÁBIL EVIDENCIADA POR EMPRESAS BRASILEIRAS DE CAPITAL ABERTO

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Contabilidade – Área de Concentração Contabilidade Financeira e Finanças, Setor de Ciências Sociais Aplicadas, Universidade Federal do Paraná, como requisito parcial à obtenção do título de Mestre em Contabilidade.

Orientador: Prof. Dr. Luciano Márcio Scherer

CURITIBA

2020

FICHA CATALOGRÁFICA ELABORADA PELA BIBLIOTECA DE CIÊNCIAS SOCIAIS
APLICADAS – SIBI/UFPR COM DADOS FORNECIDOS PELO(A) AUTOR(A)
Bibliotecário: Eduardo Silveira – CRB 9/1921

Orsato, Renata

Efeito da estrutura de capital sobre a qualidade da informação contábil
Evidenciada por empresas de capital aberto / Renata Orsato. 2020.
127 p.

Dissertação (Mestrado) – Universidade Federal do Paraná. Programa
de Pós-Graduação em Contabilidade, do Setor de Ciências Sociais
Aplicadas.

Orientador: Luciano Márcio Scherer.

Defesa: Curitiba, 2020.

1. Mercados de Capitais. 2. Divulgação da Informação.
3. Contabilidade. I. Universidade Federal do Paraná. Setor de Ciências
Sociais Aplicadas. Programa de Pós-Graduação em Contabilidade. II.
Scherer, Luciano Márcio. III. Título.

CDD 657

TERMO DE APROVAÇÃO

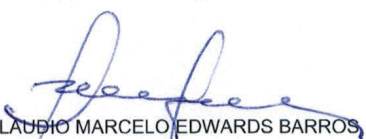
Os membros da Banca Examinadora designada pelo Colegiado do Programa de Pós-Graduação em CONTABILIDADE da Universidade Federal do Paraná foram convocados para realizar a arguição da Dissertação de Mestrado de **RENATA ORSATO**, intitulada: **EFEITO DA ESTRUTURA DE CAPITAL SOBRE A QUALIDADE DA INFORMAÇÃO CONTÁBIL EVIDENCIADA POR EMPRESAS BRASILEIRAS DE CAPITAL ABERTO**, sob orientação do Prof. Dr. LUCIANO MARCIO SCHERER, após terem inquirido a aluna e realizado a avaliação do trabalho, são de parecer pela sua APROVAÇÃO no rito de defesa.

A outorga do título de Mestre está sujeita à homologação pelo colegiado, ao atendimento de todas as indicações e correções solicitadas pela banca e ao pleno atendimento das demandas regimentais do Programa de Pós-Graduação.

Curitiba, 20 de Fevereiro de 2020.



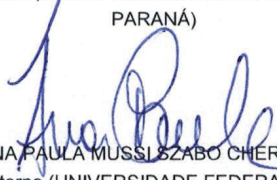
LUCIANO MARCIO SCHERER
Presidente da Banca Examinadora



CLAUDIO MARCELO EDWARDS BARROS
Avaliador Interno (UNIVERSIDADE FEDERAL DO PARANÁ)



ANGELA CRISTIANE SANTOS PÓVOA
Avaliador Externo (PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO
PARANÁ)



ANA PAULA MUSSI SZABO CHIEROBIM
Avaliador Externo (UNIVERSIDADE FEDERAL DO PARANÁ)

Dedico esta dissertação ao meu pai e grande mestre, Claudir Luiz Orsato (*in memoriam*).

AGRADECIMENTOS

Em primeiro lugar, agradeço a Deus por ter me dado a graça da vida, e que por meio da sua imensa misericórdia concedeu-me os dons necessários para completar esta jornada do Mestrado. Ele também me presenteou com uma maravilhosa família, a qual sou muito grata por me apoiar de tantas formas e me encorajar a seguir em frente. Em especial minha mãe Elizabeth, meu pai Claudir, meus irmãos Alexandre e André, minhas cunhadas Thais e Marina, meu sobrinho Theo, minha tia e madrinha Maria Luisa, meu tio Ademir e minha prima e afilhada Janaína. À minha mãe, um agradecimento ainda mais especial, por ter sido uma verdadeira fortaleza que me abrigou neste período. Também agradeço de coração ao meu noivo e futuro esposo Ademir, por ter me acompanhado desde o começo, sempre proporcionando ótimas conversas sobre o mercado financeiro. Ainda agradeço aos amigos de fé Gislaine, Alex, Scheyla, Victor e Joelma, por terem aguentado o meu estresse e falta de tempo, e oferecido suporte emocional. Não poderia deixar de demonstrar a minha gratidão a todos os colegas do PPGCONT, por todo o companheirismo e empatia que demonstraram, além das experiências e saberes compartilhados. Nataliê, Daniela, Rayane e Ricardo, vocês tornaram a minha convivência nas dependências do PPGCONT muito mais suave e bem-humorada. Paula, você me ajudou bastante na produção de artigos e nos estudos sobre estatística. Nadia, você foi crucial na coleta de dados da minha dissertação, muito obrigada pela sua valorosa contribuição. Finalmente, registro o meu imenso reconhecimento aos professores do PPGCONT, que proporcionaram uma evolução como nunca antes vivenciei. Graças a vocês, ultrapassei as minhas fronteiras do conhecimento e pude me tornar uma profissional muito mais completa do eu já tenha sonhado em me tornar. Que Deus abençoe a linda missão que a vocês foi confiada. Especiais agradecimentos ao Prof. Dr. Claudio Marcelo Edwards Barros, pelos seus valiosos conhecimentos e dedicação no ensino da análise estatística, e ao meu orientador Prof. Dr. Luciano Márcio Scherer, que com muita paciência e zelo me proporcionou uma sólida base de conhecimentos, sendo essencial tanto na evolução deste trabalho quanto no meu crescimento acadêmico e profissional.

“Dê-me, Senhor, agudeza para entender, capacidade para reter, método e faculdade para aprender, sutileza para interpretar, graça e abundância para falar. Dê-me, Senhor, acerto ao começar, direção ao progredir e perfeição ao concluir.”
(São Tomás de Aquino)

RESUMO

Este trabalho parte do contexto das companhias brasileiras após a convergência das demonstrações contábeis com o padrão IFRS, em que, apesar de ser reconhecida uma melhora na qualidade das informações divulgadas ao mercado de capitais, o que proporciona redução do custo de capital próprio, ainda há maior recorrência ao crédito de terceiros como fonte de financiamentos. Mesmo que as normas contábeis determinem que as demonstrações devem ser direcionadas ao usuários em geral, a necessidade por fontes de recursos torna essencial fornecer informações aos acionistas e credores, assim, levantou-se a seguinte questão de pesquisa: “Qual o efeito da estrutura de capital sobre a qualidade das informações contábeis presentes nas divulgações das empresas que negociam ações na bolsa de valores brasileira?”. O Referencial Teórico abordou os temas de *disclosure*, qualidade da informação contábil e características qualitativas da informação contábil, bem como teorias sobre estrutura de capital e relações entre *disclosure*, mercados de capitais e de crédito, tendo conduzido às seguintes hipóteses de pesquisa: “a predominância de capital próprio aumenta a qualidade da informação contábil divulgada pelas empresas”; e “a predominância de capital de terceiros interfere na qualidade da informação contábil divulgada pelas empresas”. Para a testagem empírica das hipóteses de pesquisa, selecionou-se uma população de 207 empresas listadas na B3, tendo sido coletadas informações presentes em suas demonstrações anuais no período entre 2010 e 2018, além de dados da base *Thomson Reuters/Refinitiv*, resultando em um total de 1.736 observações. O modelo empírico possui como variável dependente o índice de Barbosa (2014), uma métrica de qualidade da informação contábil com 17 questões relacionadas às características qualitativas de representação fidedigna, relevância e comparabilidade; e como variável independente a medida de estrutura de capital empregada por Kieschnick e Moussawi (2018), a qual se utiliza do valor de mercado para capturar a proporção de capital de terceiros. A análise do modelo empírico compreendeu as técnicas estatísticas dos Dados em Painel com Mínimos Quadrados Ordinários (MQO) e Mínimos Quadrados em Dois Estágios (MQ2E), devido a questões de endogeneidade. O resultado do teste do painel estimado por MQ2E foi de que, em um nível de confiança de 1% e com efeitos fixos de setores, há uma relação significativamente negativa entre a métrica de qualidade da informação contábil e a predominância de capital próprio, de sorte que a predominância do capital de terceiros é associada positivamente com valores auferidos para a métrica. Porém há uma limitação neste resultado, pois o teste do painel por MQO e efeitos fixos de empresas não sustentou a significância da relação. Logo, a partir dos achados evidenciados pelas comparações entre os setores, é possível afirmar que a predominância de capital de terceiros é associada positivamente com o índice de Barbosa (2014). Ademais, como os acionistas podem delegar o monitoramento das empresas aos credores, é possível que não haja um esforço dos acionistas em exigir uma melhor qualidade da informação contábil divulgada, de forma que a predominância de capital próprio não implique em melhor qualidade da informação contábil divulgada.

Palavras-chave: *Disclosure*. Qualidade da informação contábil. Estrutura de capital. Monitoramento de contratos.

ABSTRACT

After the Brazilian publicly-held companies converged their financial statements with the IFRS standard, it was recognized that they disclosed accounting information endowed with better quality. Better information can lead to reductions in the cost of capital, but still, while seeking for resources, Brazilian companies more frequently appeal to debt. Even though accounting rules establish that the financial statements shall be directed to all kinds of users, the need for resources drives the companies to provide disclosures directed to stockholders and lenders, thereby, the following question was raised: “What is the effect of capital structure over the quality of information disclosed by Brazilian publicly-held companies listed in B³ exchange?”. The Theoretical Background addressed aspects such as disclosure, accounting information quality, qualitative characteristics, capital structure theories, as well as relations between disclosure, capital markets and lending market, which lead to the following theoretical hypothesis: “the prevalence of equity over debt enhances the quality of accounting information disclosed”; and “the prevalence of debt over equity intervenes in the quality of accounting information disclosed”. Empirical testing covered a population of 207 companies, the data was collected from their financial statements from the period of 2010 to 2018, and from Thomson Reuters/Refinitiv database, resulting in 1,736 firm-year observations. The econometric model comprehended Barbosa (2014) index, which brings 17 questions related to qualitative characteristics such as faithful representation, relevance and comparability; as well as Kieschnick e Moussawi (2018) measure of capital structure, which employs stocks market value to capture the proportion of debt over equity. The model was tested with Panel Data technique together with estimations from Ordinary Least Squares (OLS) and Two-Stage Least Squares (2SLS), due to endogeneity issues. The panel estimated by 2SLS, with reliability interval of 99% and sectors fixed effects resulted in a significantly negative relationship between accounting quality index and the prevalence of equity over debt, so the prevalence of debt over equity is positively associated with values achieved by the metric. But this result is limited because OLS estimation with individuals fixed effects did not sustain the relation's significance. Therefore, findings from the comparison between sectors make it possible to state that the prevalence of debt over equity is positively associated with Barbosa (2014) index. Besides, stockholders can choose to delegate companies' monitoring to the lenders, so it is possible that stockholders do not make an effort to demand better quality of accounting information disclosed. In that way, the prevalence of equity over debt does not imply in a better quality of accounting information disclosed.

Keywords: Disclosure. Accounting information quality. Capital structure. Contracts' monitoring.

LISTA DE FIGURAS

FIGURA 1 - UMA HIERARQUIA DE QUALIDADES EM CONTABILIDADE	30
FIGURA 2 - DESENHO DA PESQUISA.....	65
FIGURA 3 - DISTRIBUIÇÃO DE FREQUÊNCIA DE <i>MQIC</i>	89
FIGURA 4 - DISTRIBUIÇÃO DE FREQUÊNCIA DE <i>CAP_PROP</i>	90

LISTA DE TABELAS

TABELA 1 - MÉTRICA DE QUALIDADE DA INFORMAÇÃO CONTÁBIL.....	39
TABELA 2 - ENQUADRAMENTO METODOLÓGICO DA PESQUISA	64
TABELA 3 - CRITÉRIOS PARA SELEÇÃO DA POPULAÇÃO DO ESTUDO	66
TABELA 4 - VARIÁVEIS DE CONTROLE DA MQIC	71
TABELA 5 - VARIÁVEIS INSTRUMENTAIS PARA <i>CAP_PROP</i>	77
TABELA 6 - PROTOCOLO DE ANÁLISE DO MODELO (1)	78
TABELA 7 - ESTATÍSTICAS DESCRITIVAS DAS VARIÁVEIS NÃO-BINÁRIAS	78
TABELA 8 - FREQUÊNCIAS DAS VARIÁVEIS BINÁRIAS.....	79
TABELA 9 - MATRIZ DE CORRELAÇÕES.....	80
TABELA 10 - RESULTADOS DAS REGRESSÕES E PAINEL COM EFEITOS FIXOS DE SETOR.....	82
TABELA 11 - RESULTADOS DO PAINEL DE DADOS COM ESTIMAÇÃO MQ2E ..	84
TABELA 12 - ESTATÍSTICAS DESCRITIVAS POR SETOR	85
TABELA 13 - RESULTADOS DO PAINEL DE EFEITOS FIXOS POR EMPRESA...	87

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO	13
1.1	CONTEXTUALIZAÇÃO DA SITUAÇÃO-PROBLEMA	13
1.2	OBJETIVOS	20
1.2.1	Objetivo geral	20
1.2.2	Objetivos específicos.....	20
1.3	JUSTIFICATIVAS	21
1.4	CONTRIBUIÇÕES E LIMITAÇÕES ESPERADAS	22
2	REFERENCIAL TEÓRICO	24
2.1	TEORIA DO <i>DISCLOSURE</i>	24
2.2	QUALIDADE DA INFORMAÇÃO CONTÁBIL	28
2.2.1	Características qualitativas da informação contábil	29
2.2.1.1	Restrição do custo/benefício	31
2.2.1.2	Compreensibilidade	32
2.2.1.3	Relevância	32
2.2.1.4	Confiabilidade	33
2.2.1.5	Comparabilidade.....	34
2.2.1.6	Materialidade	34
2.3	ESTUDOS RECENTES SOBRE QUALIDADE DA INFORMAÇÃO CONTÁBIL.....	34
2.4	MEDIDAS DE QUALIDADE DA INFORMAÇÃO CONTÁBIL.....	37
2.5	TEORIAS SOBRE ESTRUTURA DE CAPITAL.....	41
2.5.1	Irrelevância da estrutura de capital.....	41
2.5.2	Teoria do <i>Trade-Off</i>	42
2.5.3	Teoria da Agência.....	42
2.5.4	Teoria da <i>Pecking Order</i>	43
2.5.5	Evidências empíricas sobre <i>Trade-Off</i> e <i>Pecking Order</i>	45
2.6	ESTUDOS RECENTES SOBRE ESTRUTURA DE CAPITAL.....	46
2.6.1	Aspectos sobre a estrutura de capital das empresas estrangeiras	46
2.6.2	Aspectos sobre a estrutura de capital das empresas brasileiras	48
2.6.3	Predominâncias na estrutura de capital das empresas brasileiras	49
2.7	RELAÇÕES ENTRE DIVULGAÇÕES DE INFORMAÇÕES, MERCADOS DE CAPITAIS E DE CRÉDITO	54

2.7.1	<i>Disclosures</i> voluntários e estrutura de capital	54
2.7.2	Aspectos sobre sinalização de informações aos mercados de capitais e de crédito	56
2.7.2.1	Estudos nacionais sobre sinalização de informações aos mercados	58
2.7.3	Aspectos sobre monitoramento de contratos de empréstimos	59
2.8	DEFINIÇÃO DE HIPÓTESES	60
3	METODOLOGIA	64
3.1	ENQUADRAMENTO E PERCURSO METODOLÓGICO	64
3.2	PARÂMETROS DE SELEÇÃO DA POPULAÇÃO DE ESTUDO E COLETA DE DADOS	65
3.3	VARIÁVEIS DO ESTUDO	68
3.3.1	Variável dependente	68
3.3.2	Variável independente	69
3.3.3	Variáveis de controle	70
3.4	MODELO ECONOMETRICO	71
3.5	HIPÓTESES ESTATÍSTICAS	72
3.6	ENDOGENEIDADE	73
3.6.1	Viés de variável omitida	74
3.6.2	Viés de problema de erro de medida	75
3.6.3	Viés de simultaneidade	75
3.6.4	Método dos Mínimos Quadrados em Dois Estágios	76
4	DESCRIÇÃO E ANÁLISE DOS RESULTADOS	78
4.1	PROTOCOLO DE ANÁLISE	78
4.2	DESCRIÇÃO DOS RESULTADOS	78
4.2.1	Estatísticas descritivas	78
4.2.2	Normalidade dos resíduos e correlações entre as variáveis	80
4.2.3	Diagnósticos de autocorrelação e heterocedasticidade	80
4.2.4	Resultados de regressões univariada/multivariada, painéis e estimação MQ2E	81
4.2.5	Resultados do painel de efeitos fixos por empresa	86
4.3	ANÁLISE DOS RESULTADOS	91
5	CONSIDERAÇÕES FINAIS	96
5.1	RECOMENDAÇÕES PARA TRABALHOS FUTUROS	100
	REFERÊNCIAS	101

1 INTRODUÇÃO

1.1 CONTEXTUALIZAÇÃO DA SITUAÇÃO-PROBLEMA

A convergência das normas contábeis com as IFRS (*International Financial Reporting Standards*) na elaboração das demonstrações contábeis de empresas brasileiras proporcionou aumento da qualidade da informação contábil fornecida para o mercado de capitais (Vieira, 2010; Silva, 2013; Rezende, Almeida & Lemes, 2015; Silva, Bonfim, Niyama & Silva, 2017), principalmente em termos de relevância, pois os padrões internacionais promoveram incrementos no poder de explicação dos preços das ações e maior relevância das informações sobre lucro líquido por ação (Gonçalves, Batista, Macedo & Marques, 2014; Macedo, Machado & Machado, 2013).

Além disso, encontrou-se evidências no mercado brasileiro de que a maior qualidade proporcionada pelo padrão IFRS levou ao aumento do valor de mercado das empresas (Sampaio, Gallucci Netto & Silva, 2017), redução no custo de capital próprio (Silva, 2013; Silva & Nardi, 2014; Gasparini, 2015) e no custo do crédito (Lima, 2016; Lima, Lima & Gotti, 2018). Neste sentido, consoante ao objetivo dos padrões IFRS em prover informações úteis à tomada de decisão de investidores e credores sobre prover recursos às entidades (IFRS, 2007), espera-se que as informações contábeis no padrão IFRS contribuam para que as empresas obtenham melhor acesso aos recursos dos mercados brasileiros de capitais e de crédito.

Segundo dados do Banco Central do Brasil [BACEN] (2019) e da Comissão de Valores Mobiliários [CVM] (2019) do período entre Janeiro/2015 e Maio/2019 – com a ressalva de que os números do BACEN se referem tanto a sociedades anônimas de capital aberto, quanto a sociedades anônimas de capital fechado e companhias limitadas, não existindo estatísticas específicas para as empresas de capital aberto – apesar da redução do custo de capital próprio obtida após convergência com as IFRS (Silva, 2013; Silva & Nardi, 2014; Gasparini, 2015), ainda há maior recorrência à obtenção de recursos de terceiros, especialmente advindos do Sistema Financeiro Nacional, visto que a emissão de títulos de dívida de longo prazo (debêntures) também foi menos expressiva em termos de volumes negociados.

A constatação de que a oferta pública de ações é a opção menos preferida encontra respaldo na Teoria da *Pecking Order*¹, de Myers e Majluf (1984), cuja comprovação empírica no cenário brasileiro foi atestada por trabalhos recentes (Lima & Brito, 2003; Silva & Brito, 2005; Nakamura, Forte, Martin, Manoel, Costa, Castilho & Amaral, 2007; Medeiros & Daher, 2008; David, 2008; Bastos & Nakamura, 2009; Correa, Basso & Nakamura, 2013; Coelho, Pavão, Sehnem, Alberton & Marcon, 2013; Bittencourt & Albuquerque, 2018). Segundo Myers (2003), para as empresas financiarem novos projetos, a *Pecking Order* define que quando estas não possuem disponibilidade de recursos próprios originados de lucros retidos, as fontes preferenciais de financiamento são dívidas obtidas com baixos custos e após, dívidas contraídas com custos mais elevados. Desta forma, opta-se pelas emissões de ações somente nos casos em que a obtenção de dívidas acarretar em custos com os quais as companhias não possam arcar.

Também a Teoria do *Trade-Off*² de Miller (1977) é capaz de explicar o comportamento das empresas brasileiras ao optarem majoritariamente pelo capital de terceiros, visto que as despesas com pagamentos de empréstimos são dedutíveis da base do imposto de renda, e assim é possível auferir benefícios fiscais. Todavia, o risco de falência cresce com o aumento das dívidas, o que contrabalanceia a vantagem tributária. Os trabalhos de Lima e Brito (2003), Silva e Brito (2005), Nakamura *et al.* (2007) e David (2008) comprovaram empiricamente a validade desta teoria para as empresas nacionais.

Há ainda certas peculiaridades dos mercados brasileiros capazes de causar interferências na ordem de preferência por fontes de recursos, como as políticas de fomento governamental que ofereceram taxas de juros mais baixas em empréstimos intermediados por bancos públicos (Bittencourt & Albuquerque, 2018; Póvoa & Nakamura, 2015); intervenções governamentais nas taxas de juros que desestimularam os investimentos em ações, altos custos de emissões de ações, baixa liquidez de ações de empresas menores e consequente inibição do mercado de capitais (Freitas, 2009; Póvoa & Nakamura, 2015; Deloitte, 2017; Rocca, 2018); e maior atratividade do mercado de títulos de dívidas em relação ao mercado de capitais (Nascimento, Wajnberg, Silva & Roma, 2018). Estes aspectos dificultam ou

¹ Termo em inglês que significa ordem de prioridade.

² Termo em inglês cujo significado é “situação em que duas situações opostas são balanceadas”.

desencorajam o acesso das empresas ao mercado acionário, independentemente da preferência por fontes de captação.

Além destas questões, é possível destacar que o fornecimento de informações para acionistas externos à gestão igualmente pode desencorajar as companhias a moverem-se para o último lugar da *Pecking Order*, sendo relevantes os argumentos de resistência dos administradores a divulgações obrigatórias, falta de transparência entre gestores e investidores, e custos consideráveis com auditoria para atestar a qualidade do conteúdo das demonstrações divulgadas (Góes, 2018; Silva, Cherobim & Clemente, 2014; Deloitte, 2017).

De fato, Myers (2003) identificou que as diferenças informacionais influenciam as escolhas de financiamento. Assim, além do fluxo de recursos do sistema financeiro, leva-se em consideração o fluxo de informação contábil, pois os contratos estabelecidos entre fornecedores de capital e empresas são frequentemente monitorados por meio de números contábeis (Watts & Zimmerman, 1986; Lopes & Martins, 2014). Os fornecedores de capital solicitam informações relativas à destinação dos recursos econômicos confiados aos gestores das companhias (Kam, 1990). Há autores (Kam, 1990; Nicoleta-Cornelia, Sorina-Geanina, Mihaela & Rodica, 2012; Cohen, Holder-Webb, Nath & Wood, 2011; Watts & Zimmerman, 1986; Carrizosa & Ryan, 2017; Abdel-Khalik, 1973; Nichols, 1997; Berry & Robertson, 2006; Brito, Corrar & Batistella, 2007; Schneider, 2018; Graham, Li & Qiu, 2008) que identificaram necessidades informacionais pontuais para cada tipo de fornecedor de recursos econômicos.

O papel da informação contábil vai além do monitoramento de contratos, pois seu aproveitamento ultrapassou as fronteiras do campo doméstico, tornando-se importante no processo decisório dos mercados internacionais (Niyama, 2007). Partindo-se desta ampla perspectiva econômica, o produto da contabilidade auxilia na alocação eficiente de capitais ao constituir-se como uma base relevante e confiável para amparar as decisões sobre em que ativos investir, para quem emprestar dinheiro e quais preços devem ser estabelecidos nas negociações (Kam, 1990). Hendriksen e Van Breda (1999) destacaram que, para tanto, os dados devem ser apresentados de maneira a facilitar a predição das tendências futuras e a associação entre rentabilidades futuras e o mercado.

As informações geradas pela contabilidade são capazes de contribuir para a maximização da utilidade esperada dos agentes, papel este que é exercido quando

suas demonstrações permitem aos investidores obter elementos para selecionar as aplicações que proporcionem a maior utilidade esperada (Lopes & Martins, 2014). Selecionar o que é efetivamente útil na tomada de decisão econômica é difícil pois requer estabelecimento da função-objetivo a ser maximizada, coleta e avaliação do tipo de informação que no passado maximizou esta função-objetivo, e por fim elaboração do modelo preditivo para suprir o modelo decisório (Iudícibus, 2015).

Em 2010 o Comitê de Pronunciamentos Contábeis emitiu o Pronunciamento Técnico CPC 00 (R1) – Estrutura Conceitual para Elaboração e Divulgação de Relatório Contábil-Financeiro, que elencou os principais tipos de tomada de decisão econômica, tais como compra e venda de instrumentos patrimoniais; avaliação do desempenho e da prestação de contas da administração das entidades; avaliação da capacidade de pagamento dos salários/benefícios de empregados e de recuperação dos recursos financeiros emprestados pela entidade; determinação de políticas tributárias e de distribuição dos lucros e dividendos; elaboração de estatísticas da renda nacional; regulamentação das atividades das entidades. Portanto, grande parte dos tipos de decisões elencadas pelo normativo são tomadas pelos fornecedores de capital.

De acordo com Kam (1990), existem outras fontes capazes de fornecer informações que subsidiam as tomadas de decisões, porém a contabilidade é provavelmente a mais importante e se torna útil quando provê bases aos investidores sobre quanto irão receber se venderem suas ações; aos acionistas em relação a prazos, formas e valores de recebimento de dividendos; aos credores sobre a capacidade de pagamento do valor principal emprestado mais os juros; e aos detentores de títulos de dívidas sobre quanto irão receber caso vendam ou resgatem seus títulos.

Assim, a utilidade da informação contábil está atrelada à natureza do usuário, por este ser essencial na definição do que deve ser divulgado, bem como a algumas características qualitativas (Hendriksen & Van Breda, 1999). Tais características são atributos que tornam as informações contábeis úteis aos usuários, sendo que as fundamentais se traduzem em relevância e representação fidedigna (Niyama & Silva, 2013). A última implica que a informação deva ser completa, neutra e livre de erro, de forma que se preze pelos objetivos éticos de verdade, justiça e imparcialidade (Niyama & Silva, 2013; Kam, 1999). A relevância, no que lhe concerne, é atribuída quando as informações são capazes de alterar as percepções sobre a realidade e

interferir no processo decisório ao afetar metas e decisões, além disso, elementos considerados não relevantes são omitidos para garantir melhor compreensão por parte dos destinatários (Lopes & Martins, 2014; Hendriksen & Van Breda, 1999).

Iudícibus (2015) resumiu certos atributos como principais qualidades da informação contábil, tais como confiabilidade, compreensibilidade, tempestividade, comparabilidade e integralidade – esta, também conhecida por completeza, traduz-se em divulgar tudo o que for considerado relevante. Hendriksen e Van Breda (1999) e Schroeder, Clark e Cathey (2013) resumiram os atributos em compreensibilidade, relevância (abrange valor como *feedback*, valor preditivo e oportunidade), confiabilidade (abrange verificabilidade, neutralidade e fidelidade de representação) e comparabilidade (abrange consistência). Na literatura recente identificou-se a influência das características qualitativas sobre políticas contábeis (Nobes & Stadler, 2015); o impacto do padrão IFRS sobre relevância e representação fidedigna (Krismiaji, Aryani & Suhardjanto, 2016); a influência da presença de investidores institucionais sobre a comparabilidade (Kim, Kim & Musa, 2018) e do tamanho da firma sobre a relevância (Queiroz & Almeida, 2017).

No tocante à relevância, os relatórios podem ser produzidos para atender a finalidades de usuários individuais, o que torna necessário selecionar as informações que são relevantes para um modelo específico de predição e tomada de decisão, por outro lado, as demonstrações genéricas buscam suprir as necessidades do maior número possível de usuários (Hendriksen & Van Breda, 1999).

Os normativos determinam que as demonstrações não privilegiem somente um grupo de fornecedor de recursos. Já em 1973 o *American Institute of Certified Public Accountants* (AICPA) emitiu a publicação intitulada “*Objectives of financial statements*”, na qual defendeu o fundamento de que as necessidades informacionais de credores e investidores são as mesmas, pois ambos os grupos preocupam-se com a habilidade das empresas de gerar fluxos de caixa direcionados a eles. Aliás, recentemente foram encontradas evidências de que alguns investidores escolhem delegar o esforço de monitoramento para as instituições financeiras (Balachandran & Williams, 2018).

Trazendo para a realidade atual do contexto brasileiro, o Pronunciamento Técnico CPC 00 (R1) – Estrutura Conceitual para Elaboração e Divulgação de Relatório Contábil-Financeiro, em vigência desde 2011, reforça a ideia de que as demonstrações contábeis devem fornecer informações para a tomada de decisão

econômica dos usuários em geral, e não atender a necessidades específicas de grupos em particular. Então, é essencial identificar as informações que possuam relevância similar aos diversos grupos.

Elkins e Entwistle (2018) relatam que os relatórios financeiros primários com a posição financeira, desempenho financeiro, mudanças no patrimônio e nos fluxos de caixa já revelam informações significantes a todos os usuários. Porém, conforme estes autores, para os quadros do *International Financial Reporting Standards* (IFRS) e *United States Generally Accepted Accounting Principles* (GAAP), a existência de evidenciação em notas explicativas sugere que há deficiências nestes relatórios, provenientes de falta de informações específicas sobre elementos já reconhecidos ou não nas demonstrações (Elkins & Entwistle, 2018). Por outro lado, o excesso de informações em notas explicativas e a abundância de evidenciações irrelevantes têm feito com que os investidores achem difícil identificar o que é útil para suas tomadas de decisões, impulsionando a criação do *Disclosure Framework* pelo *Financial Accounting Standards Board* [FASB] em 2009, com a finalidade de minimizar tais questões (Elkins & Entwistle, 2018; FASB, 2014).

Segundo Hendriksen e Van Breda (1999), as divulgações são consideradas relevantes ao se apresentarem adequadas – o volume de informação evidenciada é suficiente para não ocorrer equívocos de interpretação; justas – todos os usuários recebem tratamento equitativo; e completas – toda informação considerada relevante está presente. De acordo com Verrecchia (2001), uma considerável quantidade de reportes financeiros já é obrigatória, porém os gestores possivelmente possuem informações adicionais cuja evidenciação não é exigida, mas útil na avaliação das perspectivas futuras das empresas.

A literatura dos anos 2000 tem documentado benefícios advindos da opção dos gestores pela evidenciação de informações contábeis úteis e atribuídas de qualidade. Biddle, Hilary e Verdi (2009) comprovaram que a qualidade dos relatórios financeiros é associada com aumento na eficiência dos investimentos. Outros achados documentaram que empresas com relatórios dotados de melhor legibilidade obtêm custos de agência mais baixos (Zhai & Wang, 2016); a alta qualidade de informação contábil fortalece o monitoramento da gestão (Ball & Shivakumar, 2005); diferenças entre informações públicas e privadas afetam o custo de capital e empresas com maior quantidade de informações privadas pagam prêmios maiores aos investidores (Easley & O'Hara, 2004); credores tendem a recusar empréstimos

para clientes com reportes contábeis dotados de menor credibilidade ao invés de reestruturar as condições do contrato (Beaulieu & Rosman, 2003); os preços de empréstimos são impactados pela qualidade das divulgações somente se as informações possuem credibilidade e se os contratos são firmados em países com forte execução das leis (Anagnostopoulou, 2017).

Somam-se a estes mais estudos recentemente publicados, que buscaram estabelecer relações entre qualidade da informação contábil e aspectos como proporção de capital de terceiros na estrutura de capital das companhias (Chen, Lim & Lobo, 2016; Pan, Lin, Lee & Ho, 2015; Mazzioni & Klann, 2016), emissão de ações e debêntures (Paulo, Cavalcante & Melo, 2012), assimetria informacional na precificação de ações (Duarte & Lucena, 2018), concentração acionária, governança corporativa, competitividade e ativos intangíveis (Moura, Ziliotto & Mazzioni, 2016), convergência às IFRS e ações *blue chips* (Rezende *et al.*, 2015).

Em vista da contextualização apresentada, retoma-se alguns pontos principais. O presente estudo parte do cenário pós-convergência das normas contábeis às IFRS no Brasil, quando foi identificado que, apesar da adoção dos padrões internacionais ter proporcionado redução do custo de capital próprio, as empresas ainda recorreram mais ao crédito bancário. Como foi constatado que as diferenças informacionais podem influenciar as escolhas de financiamento, entende-se que há necessidades distintas por parte dos fornecedores de recursos. Neste sentido, a informação contábil contribui para amparar suas decisões, porém, selecionar o que é considerado útil na tomada de decisão é um processo complexo.

A utilidade decorre da natureza do usuário e das características qualitativas da informação contábil, sendo algumas representação fidedigna, relevância e comparabilidade. Apesar de Góes (2018) e Silva *et al.* (2014) identificarem falta de transparência nas divulgações de empresas brasileiras, ainda houve empresas que divulgaram informações com qualidade, gerando benefícios recorrentemente ligados a redução dos custos de capital próprio e de terceiros. Assim, entende-se que as necessidades de fontes de capital por parte das empresas fazem com que seja essencial fornecer informações aos principais fornecedores deste capital, embora os normativos contábeis restrinjam a priorização de usuários específicos.

Isto posto, estabeleceu-se a seguinte questão de pesquisa: **Qual o efeito da estrutura de capital sobre a qualidade das informações contábeis presentes nas divulgações das empresas que negociam ações na bolsa de valores brasileira?**

Espera-se que o estudo apresente indícios sobre a existência ou não de diferenças na qualidade da informação contábil, relativa às características qualitativas, na medida em que há alterações na estrutura de capital das empresas que integram a amostra. O estudo pretende evidenciar o efeito que as diferentes estruturas de capital possuem sobre a qualidade da informação contábil divulgada, porém igualmente considerando que a divulgação de informações possua algum efeito sobre a estrutura de capital das empresas, de forma que a qualidade da informação contábil seja determinada simultaneamente à estrutura de capital. A simultaneidade se caracteriza como uma questão estatística denominada viés de endogeneidade.

Em termos de plataforma teórica, a simultaneidade foi baseada em estudos de autores nacionais e internacionais, cujos principais resultados evidenciaram que sinalizações de informações por parte das empresas influenciaram a tomada de decisão dos credores e investidores, o que interfere na estrutura de capital das empresas (Morris, 1987; Bertomeu, Beyer & Dye, 2011; Connelly, Certo, Ireland & Reutzel, 2011; Puspitaningtyas, 2019; Miglo, 2017; Kling, Paul & Gonis, 2014; Callen, Chen, Dou & Xin, 2016; Pietro Neto, Decourt & Galli, 2011; Sarlo Neto, Teixeira, Loss & Lopes, 2005; Mota & Martins, 2018; Tristão, 2014; Teixeira, Nossa & Funchal, 2010).

1.2 OBJETIVOS

1.2.1 Objetivo geral

Estabeleceu-se como objetivo geral verificar o efeito da estrutura de capital sobre a qualidade das informações contábeis presentes nas divulgações das empresas brasileiras de capital aberto e que negociam suas ações na bolsa de valores B³ - Brasil, Bolsa, Balcão.

1.2.2 Objetivos específicos

Considerando o objetivo geral proposto, têm-se os seguintes objetivos específicos:

- a) Evidenciar a estrutura de capital das companhias que compõem a população de estudo;

- b) Identificar a qualidade da informação divulgada em suas demonstrações anuais e formulários de referência sob a ótica da representação fidedigna, relevância e comparabilidade;
- c) Cotejar a qualidade da informação contábil divulgada por empresas menos alavancadas com a qualidade da informação contábil divulgada por empresas mais alavancadas;
- d) Verificar o efeito da predominância de capital próprio ou de terceiros sobre a qualidade da informação contábil divulgada;
- e) Investigar a presença de simultaneidade entre a qualidade da informação contábil divulgada sobre a predominância de capital próprio ou de terceiros.

1.3 JUSTIFICATIVAS

O presente estudo traz como justificativa teórica o fato de, conforme elucidado pelo referencial teórico levantado, os trabalhos recentes nacionais e internacionais tratarem do arcabouço teórico do *disclosure* com pouca recorrência da temática relativa à qualidade da informação divulgada. Ademais, identificou-se apenas três estudos recentes que buscaram estabelecer a relação entre estrutura de capital e qualidade da informação contábil (Pan *et al.*, 2015; Chen *et al.*, 2016; Mazzioni & Klann, 2016), dentre os quais apenas um (Pan *et al.*, 2015) empregou algumas das métricas de características qualitativas – relevância em termos de oportunidade e valor preditivo das informações, o que realça a oportunidade de pesquisa identificada.

Também se ressalta que tanto os dados do BACEN (2019) e da CVM (2019) quanto as publicações acadêmicas corroboram que as empresas brasileiras costumam seguir os pressupostos das Teorias do *Trade-Off* e da *Pecking Order*, sendo que esta última evidencia as diferenças informacionais como determinantes para maior recorrência ao capital de terceiros, na indisponibilidade de lucros retidos. Medeiros e Daher (2008) enfatizaram a importância de estudos que busquem comprovar se os pressupostos das teorias citadas são válidos para a realidade brasileira. Então, torna-se relevante verificar se, consoante à estrutura de capital das empresas, as diferenças informacionais realmente são consideráveis e residem nas características qualitativas da informação contábil fornecida ao mercado de capitais.

Como justificativa prática tem-se que desde 2008 é praticado no Brasil um certo modelo de concessão de recursos, por meio do qual o crédito de longo prazo tem sido subsidiado pelo governo federal (Rocca, 2018). Este esquema já não é mais sustentável por acarretar em aumentos da dívida pública, portanto, torna-se essencial desenvolver um novo modelo em que se priorize o investimento privado de médio e longo prazo, ou seja, que impulse o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro (Rocca, 2018).

Assim, o novo cenário que se desenha para os próximos anos faz com que seja importante entender o reflexo das predominâncias na estrutura de capital das empresas sobre suas divulgações. Possivelmente, haverá ênfase na abertura de capital próprio como fonte de financiamentos, e a redução da assimetria informacional é importante para promover a redução do custo deste capital, de sorte que informações dotadas de qualidade desempenham um papel fundamental nos mercados de capitais.

1.4 CONTRIBUIÇÕES E LIMITAÇÕES ESPERADAS

Este estudo contribui para o desenvolvimento das pesquisas do Laboratório de Contabilidade Financeira da Universidade Federal do Paraná, ao buscar compreender a influência da estrutura de capital sobre as práticas de evidenciação contábil, ou seja, demonstrar em que grau as tomadas de decisões por parte dos agentes do mercado acionário e de crédito podem interferir nas práticas contábeis adotadas para as divulgações brasileiras. O estudo ainda pode proporcionar a comprovação empírica de que exista ou não influência das diferenças informacionais sobre a estrutura de capital. Por conseguinte, os resultados são relevantes para investidores do mercado acionário e do mercado de títulos de dívidas, instituições financeiras, gestores e profissionais envolvidos com a elaboração das demonstrações contábeis.

Como limitação aponta-se constatação de Frishkoff (1970), segundo o autor não é possível separar os efeitos dos diferentes tomadores de decisão sobre os resultados apresentados nos relatórios, o que interfere nos estudos que visam quantificar a variável evidenciação, pois não é possível saber quais informações foram omitidas. Watts e Zimmerman (1986) também ressaltaram que os efeitos de métodos

alternativos de divulgações são complexos e não podem ser determinados por mera observação.

Salienta-se ainda dificuldades próprias da população de estudo selecionada, derivadas da não disponibilidade dos dados para todos os anos, da complexidade inerente à captura manual das respostas de questões medidas pelo índice de qualidade da informação e da considerável dispersão das informações no Formulário de Referência, Relatório da Administração e Notas Explicativas. Por fim, aponta-se como limitações próprias da etapa de análise estatística o viés de endogeneidade identificado entre as variáveis dependente e independente, e a não obtenção de significância para a relação investigada quando é fixado o critério do painel com efeitos fixos de empresas.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

A compreensão do tema demanda a conceituação de *disclosure*, qualidade da informação contábil, características qualitativas da informação contábil, teorias sobre estrutura de capital, além de relações entre *disclosure*, mercados de capitais e de crédito.

2.1 TEORIA DO *DISCLOSURE*

Durante a década de 90, Gibbins, Richardson e Waterhouse (1990) e Verrecchia (1990) contribuíram para o desenvolvimento do tema das divulgações financeiras, mundialmente conhecido por *disclosure*. Gibbins *et al.* (1990) realizaram um estudo para identificar os fatores que influenciam as divulgações financeiras, para tanto, entrevistaram representantes de onze empresas canadenses que divulgavam seus resultados e nove organizações estrangeiras, entre os fatores constaram legislação, padrões e regulamentações aplicáveis às empresas, fontes de capital, tamanho das companhias e posicionamento nos mercados de capitais.

Verrecchia (1990) demonstrou que a qualidade da informação recebida pelos gestores afeta o nível e a probabilidade de ocorrência dos *disclosures*, pois quando uma informação de alta qualidade é retida pelos gestores, o mercado precifica os ativos da companhia com desconto, portanto há incentivos para aumentar a frequência de sua divulgação. Tais incentivos foram estudados e documentados ao longo da década de 90 e início dos anos 2000.

Esses estudos documentaram que uma política de divulgação bem reconhecida proporciona aumento de liquidez nos mercados acionários (Welker, 1995), maior número de participações de investidores institucionais no capital social (Bushee & Noe, 2000) e menor custo efetivo na emissão de títulos de dívidas (Sengupta, 1998). Além disso, que analistas de mercado e investidores passam a acompanhar mais as informações evidenciadas e obtêm melhores previsões de lucros (Lang & Lundholm, 1996; Healy, Hutton & Palepu, 1999), por outro lado, que as firmas com pouco acompanhamento de analistas apresentam associação entre aumento do *disclosure* e menor custo de capital próprio (Botosan, 1997).

Após a publicação destas pesquisas, a pedido do *Journal of Accounting and Economics*, Verrecchia (2001) fez um levantamento da literatura até então produzida sobre evidenciação. Ele sugeriu três categorias. A primeira se refere às reações dos investidores e dos mercados de capitais após a evidenciação das informações (divulgação baseada em associação), a segunda às decisões de evidenciar ou não determinadas informações por parte dos gestores (divulgação baseada em discricionariedade) e a terceira a discussões sobre como o processo de evidenciação seria organizado de forma a apresentar melhor custo-benefício (divulgação baseada em eficiência). Dye (2001) escreveu uma crítica ao artigo de Verrecchia (2001), afirmando que apesar de serem apontadas categorias de estudos, o autor não trouxe à tona premissas centrais de uma possível teoria de evidenciação e isso daria a impressão aos leitores de que a literatura sobre o tema ainda não havia amadurecido.

Outras conclusões acerca do arcabouço levantado, apontadas por estes artigos seminais, foram de que os trabalhos teóricos abordaram como as divulgações afetavam o bem-estar econômico, ressaltando-se que a diversidade de agentes do mercado torna difícil elaborar evidenciações benéficas a todos e que, ao competirem pela atenção dos acionistas, as empresas podem relevar mais informações do que a quantidade considerada socialmente ótima (Verrecchia, 2001); o equilíbrio entre custo e benefício do *disclosure* aparece quando informações que proporcionam aumento da capitalização de mercado das firmas são reveladas e informações que desfavorecem a capitalização são retidas (Verrecchia, 2001); o aumento do *disclosure* pode não somente trazer o benefício da redução do custo de capital, mas também a possibilidade de perdas decorridas da publicação de informações privadas, por isso uma política de divulgação ótima não inclui a evidenciação de toda e qualquer informação (Dye, 2001).

A respeito da qualidade da informação evidenciada, os autores destacaram as constatações de que informações contábeis de alta qualidade diminuem e possivelmente eliminam os incentivos para os usuários adquirirem informações por conta própria, de modo que sua eficiência se traduz em redução da assimetria informacional, um dos componentes do custo de capital (Dye, 2001; Verrecchia, 2001). Ao elencar os estudos enquadrados na categoria de “divulgação baseada em discricionariedade”, Verrecchia (2001) enfatizou uma controvérsia despertada por modelos que buscaram relacionar o *disclosure* voluntário com qualidade das informações diferenciais obtidas *ex-ante* por gestores e participantes do mercado, pois

alguns pesquisadores entenderam que informações diferenciais de maior qualidade levam a mais divulgações voluntárias, enquanto outros encontraram evidências contrárias.

As publicações de Verrecchia (2001) e Dye (2001) despertaram o interesse da comunidade acadêmica e incentivaram uma maior diversificação de estudos sobre evidenciação. Em âmbito nacional, os trabalhos recentes abordaram mais recorrentemente os temas de evidenciação de itens específicos nas demonstrações (Talaska & Oliveira, 2017; Silva, Souza & Klann, 2017; Américo & Júnior, 2017; Souza & Borba, 2017; Bezerra & Ermel, 2017; Gouveia, Silva, Szuster & Szuster, 2018; Pacheco, Rover & Vicente, 2018; Silva, Rêgo, Oliveira & Silva, 2018), padrões de divulgação em setores específicos (Mayer, 2017; Figueiredo, Santos & Cunha, 2017; Santos, Castilho & Gonzales, 2017; Garcia, Mota, Martins & Forte, 2017; Besen, Gouveia, Serafim Jr, Andrade & Almeida, 2018; Galiza, Lamoglia & Szuster, 2018; Binotti & Besen, 2018; Leoncio, Castro, Silva & Ponte, 2018; Ribeiro, Sanches, Garcia, Soares & Oliveira, 2018; Forechi, Reina, Reina & Narciso, 2018; Assunção, Nascimento, Pessoa, Cabral & Santos, 2018), divulgações normatizadas (Lay, Silva & Michels, 2017; Nogueira & Pires, 2017), divulgações socioambientais e de responsabilidade social corporativa (Carlos, Moura & Moraes, 2017; Correa, Gonçalves, Sanches & Moraes, 2017; Ambrozini, 2017; Prado, 2017; Gomes, Kou, Bruni & Oliveira, 2017; Pereira, Silva, Reina, Reina & Silva, 2018; Carlos, Lima, Freitas, Oliveira & Leocádio, 2018), influência do *board interlock* sobre divulgações (Ribeiro, Consoni & Colauto, 2018), influência de padrões culturais sobre divulgações (Gomes, 2018) e fatores relacionados ao nível de *disclosure* (Souza & Almeida, 2017).

Além destes, houve estudos nacionais que, dentro do *disclosure*, buscaram explorar a questão da qualidade da informação contábil publicada, estabelecendo relações entre a qualidade da informação e aspectos como gastos de pesquisa e desenvolvimento (Gonçalves & Lemes, 2018), assimetria informacional (Duarte & Lucena, 2018) e Teoria Positiva da Contabilidade (Queiroz & Almeida, 2017). Ainda, alguns estudos enfocaram nos fatores determinantes da qualidade da informação evidenciada (Moura *et al.*, 2016; Moura, Zanchi, Mazzioni, Macêdo & Krueger, 2017; Mazzioni & Klann, 2016).

Portanto, em relação aos outros temas recentemente abordados dentro do arcabouço teórico do *disclosure*, a qualidade da informação contábil divulgada tem constado com menor frequência. Tal inferência é amparada pelo estudo de Beuren

(2018), cujo objetivo foi analisar as pesquisas sobre evidenciação contábil apresentadas no Congresso da Associação Nacional de Programas de Pós-Graduação em Ciências Contábeis (ANPCONT), no período de 2007 a 2016, e concluiu que os temas mais comuns foram evidenciação socioambiental e de informações específicas das demonstrações, junto a padrões normativos de *disclosure*. Ressalta-se ainda que, dentre os estudos nacionais recentes citados, apenas o de Mazzioni e Klann (2016) trouxe a abordagem da estrutura de capital relacionada à qualidade da informação divulgada.

Por sua vez, o cenário acadêmico internacional tem recorrido aos temas de evidenciação de itens específicos nas demonstrações (Ji, Lu & Qu, 2017; Balakrishnan, Blouin & Guay, 2018; D'Arcy & Tarca, 2018; Al-Bassam, Ntim, Opong & Downs, 2018; Wei, Li, Zhu, Sun & Li, 2019), divulgações normatizadas (Stadler & Nobes, 2018; Aboud & Roberts, 2018; Aboud, Roberts & Zalata, 2018; Iselin & Nicoletti, 2017), padrões de divulgações em setores específicos (Power, Cleary & Donnelly, 2017; Goldstein & Leitner, 2018; Abdo, Mangena, Needham & Hunt, 2018), divulgações de informações socioambientais e sobre sustentabilidade (Fatemi, Glaum & Kaiser, 2017; Jizi, 2017; Luo, Wang & Zhang, 2017; Ballou, Chen, Grenier & Heitger, 2018; Platonova, Asutay, Dixon & Mohammad, 2018; Chen, Hung & Wang, 2018; Brooks & Oikonomou, 2018; Hollindale, Kent, Routledge & Chapple, 2019), divulgação de informações em relatos integrados (Melloni, Caglio & Perego, 2017; Zhou, Simnett & Green, 2017; Bernardi & Stark, 2018), reporte financeiro via Internet (Sadalia, Rahamani & Muda, 2017), divulgações e gerenciamento de resultados (Hope, Thomas & Vyas, 2017; Hope & Wang, 2018), impactos de reformulações de demonstrações (Alfonso, Christie, Hollie & Yu, 2018) e sinalizações de informações privadas (Jiang & Yang, 2017).

No que concerne ao tema da qualidade da informação contábil divulgada, os estudos internacionais enfocaram em tópicos como legibilidade das divulgações (Lo, Ramos & Rogo, 2017) e características qualitativas de comparabilidade e relevância da informação divulgada (Kim *et al.*, 2018), além de relações entre qualidade da informação divulgada e os aspectos de precificações de empréstimos (Anagnostopoulou, 2017) e estrutura de capital (Pan *et al.*, 2015; Chen *et al.*, 2016).

2.2 QUALIDADE DA INFORMAÇÃO CONTÁBIL

A qualidade da informação contábil divulgada é um aspecto do *disclosure* (Verrecchia, 2001). Em referência à plataforma teórica já apresentada, este aspecto foi explorado por Gonçalves e Lemes (2018), Duarte e Lucena (2018), Queiroz e Almeida (2017), Moura *et al.* (2016), Moura *et al.* (2017), Mazzioni e Klann (2016), Lo *et al.* (2017), Kim *et al.* (2018), Anagnostopoulou (2017), Pan *et al.* (2015) e Chen *et al.* (2016).

Estes estudos empregaram diferentes medidas para quantificar a qualidade da informação divulgada, como qualidade dos *accruals* e persistência nos lucros (Chen *et al.*, 2016; Mazzioni & Klann, 2016; Anagnostopoulou, 2017; Gonçalves & Lemes, 2018; Duarte & Lucena, 2018); gerenciamento de resultados (Moura *et al.*, 2016); índice composto por itens de informações obrigatórias e voluntárias (Moura *et al.*, 2017); índices de legibilidade (Lo *et al.*, 2017); e características qualitativas (Pan *et al.*, 2015; Queiroz & Almeida, 2017; Kim *et al.*, 2018).

Tais medidas constatadas estão de acordo com as constatações de Van Beest, Braam e Boelens (2009), que procederam a um levantamento da literatura para identificar as principais formas de mensurar a qualidade da informação divulgada. Os autores agruparam os padrões identificados em quatro categorias: nível de gerenciamento de resultados como *proxy* para medir qualidade dos lucros; relação entre retornos das ações e lucros reportados para medir relevância e confiabilidade das informações; exame de elementos específicos dos relatórios; e operacionalização de características qualitativas para medir o nível de utilidade dos relatórios na tomada de decisão.

Percebeu-se que a maioria dos estudos recentes citados se aproximaram das medidas aplicadas no trabalho de Barth, Landsman e Lang (2008). Ao examinarem a associação da aplicação dos *International Accounting Standards* (IAS) com a alta qualidade da informação contábil, Barth *et al.* (2008) empregaram como medidas o gerenciamento de lucros – em termos de suavização de resultados e gerenciamento por metas; a relevância de valor dos lucros – auferida por meio do retorno das ações; e o reconhecimento oportuno de perdas – operacionalizado pelo coeficiente de grandes prejuízos.

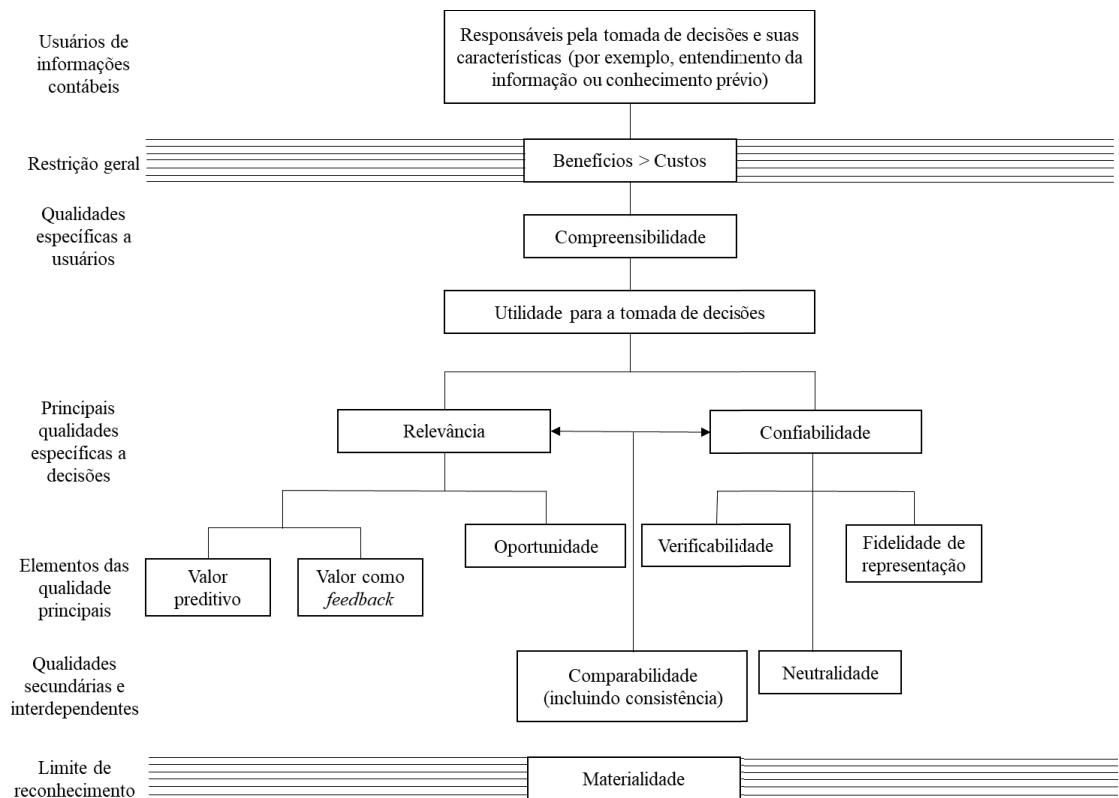
Diferente de grande parte destes estudos, e se aproximando da metodologia de Pan *et al.* (2015), Queiroz e Almeida (2017) e Kim *et al.* (2018), o presente trabalho objetiva medir a qualidade da informação contábil em termos de características qualitativas da informação contábil. O índice selecionado para operacionalizar estas características é o de Barbosa (2014), construído por meio de questionários direcionados a analistas de mercado. Após questioná-los sobre a efetiva utilização de informações relacionadas a todas as características qualitativas, os analistas consideraram como importantes para suas análises apenas aspectos informacionais relativos a representação fidedigna, relevância e comparabilidade. A próxima seção (2.2.1 Características qualitativas da informação contábil) apresenta a definição destas e de todas as outras características qualitativas.

2.2.1 Características qualitativas da informação contábil

Hendriksen e Van Breda (1999) destacaram que as características qualitativas se relacionam com a utilidade da informação contábil divulgada. As características qualitativas devem ser estabelecidas em um nível suficiente para englobar, além das demonstrações contábeis, todo o conjunto dos relatórios financeiros (Lennard, 2007), pois permitem que se transmita uma “imagem verdadeira e apropriada” do que está sendo reportado (Glautier & Underdown, 1994; Mourad & Paraskevopoulos, 2010).

Hendriksen e Van Breda (1999) e Schroeder *et al.* (2013) buscaram sintetizar as características qualitativas discutidas e sugeridas pelo FASB, obtendo hierarquias semelhantes. A ilustração gráfica da FIGURA 1 foi extraída da obra de Hendriksen e Van Breda (1999).

FIGURA 1 - UMA HIERARQUIA DE QUALIDADES EM CONTABILIDADE



FONTE: Recuperado de Hendriksen & Van Breda (1999).

A FIGURA 1 representa uma hierarquia de qualidades, de forma que “utilidade para a tomada de decisões” seja considerada a característica mais importante e, embora não haja distinção entre qualidades primárias e as demais, considera-se que relevância e confiabilidade são as características que primariamente distinguem informações mais úteis de menos úteis (Schroeder *et al.*, 2013).

Com base no documento emitido pelo FASB em 1980, intitulado *Statement of Financial Accounting Concepts No. 2*, Kam (1990) resumiu as características qualitativas dentro de duas características primárias: relevância – que engloba valor preditivo, valor como *feedback* e oportunidade; e confiabilidade – abrange verificabilidade, neutralidade e representação fidedigna. Além destas, o autor relaciona qualidades secundárias como comparabilidade e consistência, que interagem com relevância e confiabilidade, tal como materialidade e custos/benefícios, que desempenham o papel de limitadores na utilidade da informação.

Por sua vez, Ludícibus (2015) enunciou as características qualitativas como confiabilidade, compreensibilidade, tempestividade, comparabilidade e integralidade. Os atributos de confiabilidade, compreensibilidade e tempestividade garantem que os

usuários compreendam e confiem nas informações fornecidas, bem como as recebam em tempo hábil para embasar suas decisões; a comparabilidade auxilia a identificar a posição da entidade ao longo do tempo, além de compará-la com outras entidades; e a integralidade, também conhecida por completeza, traduz-se em divulgar tudo o que for considerado relevante (Iudícibus, 2015).

Em seu pronunciamento técnico *IFRS® Conceptual Framework for Financial Reporting*, o *International Accounting Standards Board* (IASB) elencou relevância e representação fidedigna como características qualitativas fundamentais da informação financeira útil, sendo materialidade um aspecto da primeira, bem como completeza, neutralidade e isenção de erros características subjacentes da segunda. Para o IASB, comparabilidade, verificabilidade, oportunidade e compreensibilidade são características qualitativas que reforçam a utilidade da informação relevante e fidedignamente representada.

A seguir, são apresentadas todas as características qualitativas presentes na hierarquia da FIGURA 1. Salienta-se que, como este trabalho recorreu à medida de Barbosa (2014), apenas as características de representação fidedigna, relevância e comparabilidade serão operacionalizadas, mediante leitura das demonstrações contábeis anuais publicadas pelas companhias que compõem a população de estudo, e identificação de informações relativas a questões específicas – enumeradas na TABELA 1 da seção 2.4 – Medidas de qualidade da informação contábil.

2.2.1.1 Restrição do custo/benefício

Para se divulgar determinada informação, os benefícios auferidos com a sua publicação devem exceder os seus custos de preparação, porém aplicar o teste de “custo-benefício” é um complexo exercício de julgamento pois os custos nem sempre recaem sobre os usuários que aproveitam os benefícios (Glautier & Underdown, 1994; Mourad & Paraskevopoulos, 2010). Destarte, diferentemente de outras mercadorias, os custos de obtenção das informações financeiras recaem inicialmente sobre a empresa e seus benefícios podem se estender tanto aos usuários quanto aos próprios preparadores (Schroeder *et al.*, 2013).

2.2.1.2 Compreensibilidade

É essencial que haja um fácil entendimento das informações contábeis, levando-se em consideração que os usuários das demonstrações são detentores de conhecimentos prévios sobre negócios, economia e contabilidade (Mourad & Paraskevopoulos, 2010; Glautier & Underdown, 1994). A compreensibilidade advém da combinação entre as características dos usuários e as características inerentes da informação, estabelecendo uma ligação entre os tomadores de decisão e as informações contábeis (Schroeder *et al.*, 2013).

Quando há compreensão do que se deseja transmitir, a tomada de decisão ocorre com maior eficiência pois é estabelecido um ciclo do processo de comunicação entre emissor e receptor (Andrade, 2009), e isso não implica a exclusão de informações complexas pois a natureza dos usuários justifica sua publicação (Mourad & Paraskevopoulos, 2010).

2.2.1.3 Relevância

A relevância traduz-se na competência de as informações constituírem-se como diferenciais na tomada de decisão dos usuários ao serem capazes de reduzir a incerteza sobre as variáveis envolvidas, tendo em vista que informações sobre atividades passadas auxiliam na previsão de resultados das atividades futuras (Kam, 1990).

Sem um conhecimento sobre o passado não há base para predições e sem interesse no futuro o conhecimento sobre o passado é inútil (Obaidat, 2007). As informações prospectivas são necessárias para que os usuários formem expectativas sobre o desempenho da gestão, ao passo que informações retrospectivas são necessárias para avaliar e controlar as decisões tomadas pela gestão (Eierle & Schultze, 2013).

Hendriksen e Van Breda (1999) complementam a definição de relevância ao destacarem aspectos de pertinência como as habilidades de afetar metas, compreensões e decisões, os quais dotam as informações de valor como *feedback* e valor preditivo. Por meio da informação relevante, expectativas anteriores são confirmadas ou corrigidas de maneira a servirem de insumo a deliberações futuras, além disso, deve-se conhecer os modelos de tomada de decisão que são utilizados

pelos investidores a fim de selecionar o que lhes é efetivamente relevante (Hendriksen & Van Breda, 1999).

A relevância também abrange o componente da oportunidade, dado que uma informação deve estar disponível prontamente, isto é, não ser fornecida apenas após ocorrer a tomada de decisão e assim perder sua capacidade de influência (Kam, 1990; Obaidat, 2007). A oportunidade por si só não pressupõe relevância, todavia a falta de oportunidade descaracteriza a relevância, o que faz da apresentação de demonstrações financeiras em intervalos frequentes algo imprescindível para que os dados evidenciados afetem as decisões dos usuários (Schroeder *et al.*, 2013; Hendriksen & Van Breda, 1999).

2.2.1.4 Confiabilidade

O nível de confiabilidade garante a manutenção da relevância (Nobes & Stadler, 2015). A confiabilidade assegura que, durante o processo de elaboração das informações divulgadas, não incorreram erros materiais causados por ajustes ou aplicação incorreta de políticas contábeis (Mourad & Paraskevopoulos, 2010).

Segundo Hendriksen e Van Breda (1999), a confiabilidade pressupõe que os fenômenos sejam fielmente representados, tal qual as medidas empregadas para mensurar tais fenômenos sejam verificáveis, livres de avaliações subjetivas e vieses pessoais. Porém, a constatação de que uma transação é externa à entidade, ou apresenta evidência objetiva, ou possui alto grau de correspondência com o fenômeno observado não implica que sua medida seja neutra e relevante às necessidades dos usuários, em função disso, a verificabilidade passa a ser ratificada pelo consenso intersubjetivo de especialistas qualificados (Hendriksen & Van Breda, 1999; Schroeder *et al.*, 2013).

Além da ausência de arbitrariedade nas mensurações, a neutralidade conjectura que as informações não sejam elaboradas com o objetivo de direcionar os usuários a decisões que impliquem resultados predeterminados, ou de favorecer determinados grupos de usuários em detrimento de outros (Mourad & Paraskevopoulos, 2010; Obaidat, 2007).

2.2.1.5 Comparabilidade

A comparabilidade e a consistência são a razão de existirem diretrizes de elaboração e publicação das demonstrações financeiras, tais quais os padrões contábeis internacionais (Schipper, 2003; Obaidat, 2007).

Ao serem empregadas, a relevância e a comparabilidade subsidiam a seleção dos padrões de contabilização que, quando adotados consistentemente ao longo do tempo e por entidades distintas, auxiliam a melhor identificar e comparar os eventos econômicos subjacentes (Schipper, 2003). Sendo assim, é desejável que se publique informações financeiras de períodos anteriores, bem como as políticas contábeis selecionadas e as alterações que possam ter ocorridos nos métodos empregados (Mourad & Paraskevopoulos, 2010).

2.2.1.6 Materialidade

Um elemento que não é material não é considerado relevante, assim, a materialidade refere-se à significância de um item dentro do processo de contabilização, cuja informação derivada é realmente importante para a tomada de decisão (Kam, 1990). De acordo com Andrade (2009), a materialidade representa mais um ponto de corte do que uma característica qualitativa primária, então, atua como limitadora da informação evidenciada.

A diferença entre materialidade e relevância reside no fato de que, quando os investidores não necessitam de uma informação, esta não é considerada relevante, ao passo que quando as quantias envolvidas na divulgação são muito pequenas para fazer alguma diferença, estas não são consideradas materiais, além disso, o julgamento de tal magnitude deve levar em conta a natureza do item e as circunstâncias envolvidas (Schroeder *et al.*, 2013).

2.3 ESTUDOS RECENTES SOBRE QUALIDADE DA INFORMAÇÃO CONTÁBIL

Nobes e Stadler (2015) publicaram o primeiro estudo empírico com dados públicos que obteve evidências sobre o papel das características qualitativas nas decisões gerenciais. Ao observarem as escolhas de políticas contábeis de 514 grandes empresas, constataram que a maioria das mudanças nas políticas possui

relação com as características qualitativas, principalmente relevância, representação fidedigna, comparabilidade e compreensibilidade.

Pan *et al.* (2015) investigaram todas as empresas listadas na *Taiwan Stock Exchange* e no *Gre-Tai Securities Market*, com dados do período entre 2006 e 2012, suas principais conclusões foram de que firmas com alta qualidade de informação possuem menores níveis de alavancagem e menor participação de capital de terceiros em sua estrutura. Para isto, desenvolveram uma medida composta por 114 questões sobre *disclosure* de informação e transparência, divididas em quatro categorias: conformidade com *disclosures* disciplinados por normas, oportunidade da informação divulgada, *disclosure* de previsões financeiras, *disclosure* em *websites* e *disclosure* de relatórios anuais – esta última subdivida em transparência da informação financeira e operacional, estrutura de propriedade e informações relativas aos quadros de administração.

Chen *et al.* (2016) estudaram a relação entre qualidade da informação contábil e alavancagem financeira das empresas de 24 países, considerando os efeitos relativos a nível de proteção aos investidores e fontes de capital predominantes no ambiente financeiro de cada país, com a conclusão de que empresas menos alavancadas possuem melhor qualidade de informação divulgada. Esta última foi medida por meio das variáveis volatilidade dos resultados reportados, qualidade dos *accruals* – indica se os resultados contábeis divulgados foram gerenciados apropriadamente – e consenso entre analistas sobre previsões de lucros por ações.

Paulo *et al.* (2012) também utilizaram a qualidade dos *accruals* como *proxy* ao investigar ofertas públicas de debêntures e ações efetuadas no Brasil entre 2000 e 2006, concluindo que a qualidade da informação não é influenciada pela emissão de ações e debêntures. Duarte e Lucena (2018) comprovaram que os *accruals* anormais caracterizaram-se como a melhor forma de estabelecer relações entre qualidade da informação contábil e assimetria informacional na precificação de ações da B3. Moura *et al.* (2016) recorreram ao gerenciamento de resultados para explorar os efeitos da concentração acionária, governança corporativa, nível de competição do mercado e proporção de ativos intangíveis sobre a qualidade dos resultados reportados.

Krismiaji *et al.* (2016) examinaram o impacto da adoção do padrão IFRS na Indonésia sobre a qualidade da informação contábil mensurada em termos de relevância e representação fidedigna, comprovando que as IFRS possuem impacto

positivo sobre ambas as características qualitativas. Dentro do cenário brasileiro, Rezende *et al.* (2015) encontraram como fatores capazes de reduzir a assimetria informacional a convergência obrigatória das normas contábeis às IFRS e a presença de ações do tipo *blue chips* – consideradas como as melhores por terem alta liquidez, alta confiabilidade e boa reputação (Silva, Pereira, Silva Filho, Castro, Miranda & Zebende, 2015). Porém, de acordo com Silva e Pinheiro (2015), após a adequação das evidenciações brasileiras às IFRS, não foi possível comprovar que o nível de *disclosure* efetivamente reduziu o custo de capital.

Todavia, Lima *et al.* (2018) verificaram que a convergência antecipada às IFRS por parte das companhias brasileiras trouxe benefícios econômicos em contratos de empréstimos, por mais que, conforme Souza e Almeida (2017), o grau de alavancagem tenha apresentado relação negativa com o nível de *disclosure*. Há impacto da qualidade das informações financeiras sobre a determinação do preço de empréstimos somente se as informações são consideradas suficientemente credíveis pelos fornecedores de recursos, e se os contratos são estabelecidos em países com forte execução de leis (Anagnostopoulou, 2017).

Marques, Bicalho, Peixoto e Amaral (2017) identificaram que empresas listadas no índice IBOVESPA com endividamento financeiro estrangeiro obtiveram um ganho informacional na predição do valor de mercado das ações, ao analisar dados de 47 empresas entre 2008 e 2014. Portanto, a presença de credores estrangeiros impulsiona a relevância dos dados reportados. Ainda, a característica qualitativa da relevância é influenciada pelo tamanho das firmas (Queiroz & Almeida, 2017); a comparabilidade é mais efetiva quando informações privadas são menos prevalentes e a base de investidores é mais sofisticada, como é o caso dos investidores institucionais (Kim *et al.*, 2018).

Moura *et al.* (2017) utilizaram um índice para apontar os fatores que determinaram a qualidade de informação das 100 maiores empresas listadas na Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros de São Paulo (BM&FBovespa), como o fato de a empresa ser auditada por *big four*, possuir Comitê de Auditoria, deter participação acionária de investidores institucionais e negociar ações em bolsa americana. Ao estudar as organizações de 12 países dentre os quais o Brasil, em vista do ambiente legal e da percepção sobre corrupção, Mazzioni e Klann (2016) obtiveram como fatores determinantes da qualidade, medida em termos de qualidade dos *accruals* e

suavização de resultados, um menor grau de alavancagem financeira e uma maior intensidade de internacionalização das empresas.

Por fim, há de se considerar o impacto gerado por reformulações de demonstrações contábeis já publicadas. As taxas de crescimento das empresas declinam após reformulações, com impacto adverso maior quando o crescimento é financiado por fontes externas (Albring, Huang, Pereira & Xu, 2013), assim como o mercado acionário responde negativamente a reformulações de demonstrações dos fluxos de caixa sem diferenciar se reclassificações ocorrem ou não nestes casos (Alfonso *et al.*, 2018), ademais, quanto mais destacada é a evidenciação de reformulações de números contábeis, menores os retornos obtidos pelas empresas no mercado acionário (Files *et al.*, 2009).

2.4 MEDIDAS DE QUALIDADE DA INFORMAÇÃO CONTÁBIL

Van Beest *et al.* (2009), Gabriel (2011) e Barbosa (2014) constituíram índices para medir a qualidade da informação contábil, em termos de características qualitativas. No presente estudo, o índice de Barbosa (2014) foi selecionado para operacionalizar a qualidade da informação contábil.

A respeito da composição dos índices citados, Van Beest *et al.* (2009) construíram uma ferramenta com 21 itens fundamentados em características qualitativas, como relevância, representação fidedigna, compreensibilidade, comparabilidade, verificabilidade e oportunidade, conforme delimitado pelo FASB e pelo IASB em suas estruturas conceituais de relatórios financeiros.

Gabriel (2011) desenvolveu um Índice de Qualidade da Informação Contábil (IQIC) próprio para a realidade das empresas brasileiras, com questões ligadas à adesão de práticas de Governança Corporativa. As perguntas avaliam a qualidade da auditoria externa, a necessidade de republicação das demonstrações contábeis, o emprego de normas do US-GAAP e IAS/IFRS, os prazos de publicação das demonstrações, além disso, se procedimentos contábeis considerados relevantes foram empregados, se demonstrações não obrigatórias foram publicadas e se informações consideradas relevantes foram evidenciadas.

Por sua vez, Barbosa (2014) recorreu a uma revisão de literatura sobre o tema e à aplicação da técnica de rodadas *Delphi* com analistas de mercado para compor sua métrica, que se baseia em 17 perguntas a respeito do que as empresas divulgam

ou não, e de como é composto o seu quadro de gestores e profissionais envolvidos com o processo de divulgação das informações contábeis. Seu estudo deu origem ao trabalho publicado por Barbosa, Scherer, Scarpin e Murcia (2015). Extraída de sua obra, a TABELA 1 traz as questões que compõem o índice, as quais são respondidas após leitura das demonstrações contábeis divulgadas pelas companhias de capital aberto. A contabilização das pontuações e pesos dá origem ao valor do índice, que vai de 0 a 100.

TABELA 1 - MÉTRICA DE QUALIDADE DA INFORMAÇÃO CONTÁBIL

	Pergunta	Pontuação	Peso	Pontuação máxima (P.M.)	P.M. (escala de 100)
Representação fidedigna	1 - A empresa possui cobertura dos analistas de mercado?	1	4,2	4,2	4
	2 - O conselho de administração possui a presença de membros independentes (conselheiros externos)?	1	4,5	4,5	4,3
	3 - O presidente do conselho de administração e o diretor geral da empresa são pessoas diferentes?	1	4	4	3,8
	4 - A auditoria é realizada por uma das <i>big four</i> (PricewaterhouseCoopers, Deloitte Touche Tohmatsu, KPMG e Ernst & Young)?	1	3,8	3,8	3,6
Relevância	5 - A companhia divulga informações prospectivas para vendas, lucros e fluxo de caixa?	3	3,8	11,5	11
	6 - A companhia divulga informações de <i>feedback</i> sobre os eventos e transações de mercado que afetaram a empresa no período findo?	1	4,2	4,2	4
	7 - A companhia divulga aspectos positivos e negativos relacionados ao resultado do período?	2	4,2	8,3	7,9
	8 - A companhia divulga informações sobre risco e oportunidade de negócios?	2	4,3	8,7	8,3
	9 - A companhia divulga informações sobre objetivos e estratégias de gerenciamento de risco?	1	4,5	4,5	4,3
	10 - A companhia divulga o custo de capital próprio e/ou alguma medida de lucro econômico (EVA®, valor agregado para o acionista, lucro residual)?	1	4,2	4,2	4
Comparabilidade	11 - A companhia divulga informações sobre as escolhas dos princípios e políticas contábeis?	1	4,2	4,2	4
	12 - A companhia divulga os resultados do exercício em forma comparativa (do exercício atual em relação aos anteriores)?	1	4,7	4,7	4,5
	13 - A companhia divulga indicadores financeiros (rentabilidade, liquidez, endividamento, EBITDA)?	4	4,8	19,3	18,4
	14 - A companhia divulga a Dívida Bruta / Patrimônio Líquido em forma comparativa (do exercício atual em relação aos anteriores)?	1	4,8	4,8	4,6
	15 - A companhia divulga o EBITDA em forma comparativa (do exercício atual em relação aos anteriores)?	1	4,8	4,8	4,6
	16 - A companhia divulga a Receita Líquida em forma comparativa (do exercício atual em relação aos anteriores)?	1	4,8	4,8	4,6
	17 - A companhia divulga a Liquidez Corrente em forma comparativa (do exercício atual em relação aos anteriores)?	1	4,4	4,4	4,2
Pontuação máxima da MQIC		24	-	104,8	100

FONTE: Barbosa (2014).

As características qualitativas presentes neste índice são representação fidedigna, relevância e comparabilidade. Akpu e Iwene (2017) evidenciaram que a liquidez do mercado de crédito é significativamente antecedida pela presença das três características qualitativas. No que diz respeito somente à comparabilidade, Parsa e Sarraf (2018), Dhole, Lobo, Mishra e Pal (2015), Habib, Hasan e Al-Hadi (2017), obtiveram associação significativamente negativa com a alavancagem. Adicionalmente, Imhof, Seavey e Smith (2017) demonstraram que alta comparabilidade é associada com custo de capital mais baixo.

Em contrapartida, Agyei-Mensah (2015) encontrou relação positiva e estatisticamente insignificante – entre tais características e a taxa de alavancagem, que indica a proporção de capital de terceiros na estrutura de capital das companhias. Nobes e Stadler (2015), Agyei-Mensah (2013), Hassan (2014), Van Beest, Braam e Boelens (2009) também não encontraram associações significativas entre alavancagem e as três características qualitativas contempladas pelo índice de Barbosa (2014).

O fato de Barbosa (2014) ter consultado analistas de mercado ofereceu mais robustez à formação de seu índice, pois a literatura recente evidenciou a relevância do trabalho dos analistas financeiros em disseminar informações entre os investidores (Beyer, Cohen, Lys & Walther, 2010; Mansi, Maxwell & Miller, 2011; He, Bai & Ren, 2019). Devido a tal característica, este índice foi selecionado para mensurar a qualidade da informação contábil, no presente estudo.

Beyer *et al.* (2010) investigaram as principais fontes consultadas por investidores de 2.747 empresas, entre os anos de 1994 e 2007, destacando que os analistas financeiros proveram 22% das informações baseadas em números contábeis. Mansi *et al.* (2011) adotaram a visão de que as informações presentes nas previsões dos analistas são economicamente significantes entre as classes de ativos, e comprovaram que suas atividades contribuem para obtenção de custo de capital mais baixo. He *et al.* (2019) forneceram evidências de que os analistas possuem um papel ativo como intermediários informacionais por atuarem no monitoramento ativo das empresas, contribuindo para aumentar a transparência das informações e diminuir o risco de falência.

2.5 TEORIAS SOBRE ESTRUTURA DE CAPITAL

Apesar de admitir que não existe uma teoria universal sobre estrutura de capital e que as diferentes teorias enfatizam possíveis fatores predominantes como custos de agência, impostos, diferenças informacionais, imperfeições de mercado e restrições institucionais/regulatórias, Myers (2003) listou como principais marcos teóricos a Irrelevância da Estrutura de Capital, a Teoria do *Trade-Off*, a Teoria da Agência e a Teoria da *Pecking Order*.

Para Berk e Demarzo (2009), as empresas incorrem em custos de transação ao buscarem alterar seus índices de estrutura de capital, portanto, mudanças ocorrem de forma mais passiva, nos casos em que há desvios do nível ótimo da estrutura ou o valor de mercado do patrimônio líquido flutua junto às mudanças de preços das ações.

2.5.1 Irrelevância da estrutura de capital

Modigliani e Miller (1959) fundamentaram que, em um cenário de mercados perfeitos e comportamentos racionais por parte dos agentes que interagem nesse mercado, *ceteris paribus*, a política de distribuição de dividendos selecionada pela empresa não surte efeito sobre o valor da firma ou o custo de capital.

Devido à existência de uma ampla gama de fontes para financiamento de oportunidades de investimento, na ausência de imperfeições de mercado a retenção de dividendos não traz vantagem de custos em relação às outras fontes, logo, ao selecionar suas oportunidades as empresas recorrem à política de dividendos apenas para determinar as proporções financiadas por cada fonte de capital e, analogamente, os acionistas observam a política de distribuição apenas para determinar quanto dos lucros será recebido via dividendos e quanto virá em forma de ganhos de capital (Modigliani & Miller, 1959).

Conforme as publicações sobre Irrelevância da Estrutura de Capital, as divisões do total dos débitos entre instrumentos de dívida com diferentes garantias e preferências em caso de falência, as políticas de distribuições de dividendos e os demais aspectos da estrutura financeira não possuem impacto sobre o valor total da empresa, de forma a impactar somente a “divisão da torta” e não o “tamanho da torta”, de maneira que as políticas corporativas se preocupem somente com a maximização do valor da empresa (Tirole, 2006).

2.5.2 Teoria do *Trade-Off*

Uma das versões da estrutura ótima de capital pressupõe que quando as despesas com juros podem ser deduzidas do lucro tributável, a contração de endividamento com terceiros impulsiona o valor da empresa, em contrapartida, a contratação de novas dívidas aumenta o risco de falência e custos associados à insolvência, contrabalanceando a vantagem tributária (Miller, 1977).

Tais dispêndios, também conhecidos por custos de “estresse financeiro”, concernem custos legais e administrativos de insolvência, custos de agência, riscos morais, custos contratuais e de monitoramento, os quais podem reduzir o valor da empresa, por isso as companhias recorrem ao endividamento externo à medida em que vantagens tributárias superam as desvantagens do “estresse financeiro” (Myers, 1984).

A Teoria do *Trade-Off* é capaz de explicar porque empresas que se deparam com altos riscos de negócios, ou com boas oportunidades de crescimento e abundância de ativos intangíveis são mais cuidadosas e operam com baixas taxas de endividamento externo, dado que estão mais suscetíveis aos custos de “estresse financeiro” (Myers, 2003).

Ademais, sob um enfoque além da análise do valor da empresa, Berk e Demarzo (2009) chamaram a atenção para o fato de que o montante dos fluxos de caixa recebidos pelos investidores, ao serem remunerados via dividendos ou juros sobre capital próprio, depende tanto dos impostos pagos pela pessoa jurídica quanto pela pessoa física, então é relevante para as empresas analisar os impostos totais que incidem sobre os fluxos ao tomarem suas decisões sobre estrutura de capital.

2.5.3 Teoria da Agência

Jensen e Meckling (1976) definiram uma relação de agência como um contrato estabelecido entre principal e agente, o qual prevê que o principal delegue algumas tomadas de decisões ao agente, destacando que, por conta da maximização da utilidade, o agente (profissional que atua na administração da companhia) possa não atuar em favor dos interesses do principal (o proprietário da empresa) ao decidir sobre oportunidades de investimentos. Segundo os autores, para alinhar os objetivos do agente aos seus interesses e evitar que fluxos de caixa livre sejam apropriados

indevidamente, o principal pode estabelecer incentivos aos gestores como planos de compensações com ações ou opções de ações, incorrer em custos de monitoramento, ou fazer com que recursos livres sejam comprometidos por meio do endividamento.

Em mercados de capitais eficientes, os preços das ações refletem as estimativas não-enviesadas dos custos de monitoramento e das redistribuições geradas pelas relações de agência, já que os proprietários das empresas arcam com estes custos ao venderem suas ações, eles consideram que a proporção ótima de capital próprio na estrutura de capital das empresas deve levar ao menor nível possível de custos de agência (Jensen & Meckling, 1976). Também o mercado de empréstimos considera em suas precificações os custos de monitoramento – derivados do risco de agentes e principais realocarem em seu benefício os fluxos de caixa destinados ao pagamento das dívidas –, os quais interferem na estrutura de capital por aumentarem o custo de capital de terceiros (Jensen & Meckling, 1976).

Nas situações em que se recorre ao endividamento externo para mitigar conflitos de agência, o aumento exacerbado de dívidas alavanca o risco de falência e os custos de “estresse financeiro”, bem como pode acarretar em conflitos entre credores e acionistas, e aumentar a chance de gerentes e acionistas assumirem riscos excessivos ou deixarem de investir em oportunidades de crescimento (Myers, 2003; Berk & Demarzo, 2009).

2.5.4 Teoria da *Pecking Order*

Considerando um cenário de mercado financeiro perfeito, exceto pela existência de assimetria informacional, a Teoria da *Pecking Order* assume que as decisões de financiamento buscam mitigar problemas derivados de diferenças entre informações obtidas por gestores e investidores, visto que os investidores não possuem informações suficientes para capturar o verdadeiro valor dos ativos e oportunidades detidas pelas empresas, e consequentemente não sabem se as ações são negociadas em valores que refletem a realidade das empresas (Myers, 2003).

Em vista disso, quando há necessidade de se obter fundos adicionais, as empresas seguem uma ordem de preferência, em primeiro lugar priorizam a retenção de lucros, mas se isso não é possível recorrem ao capital de terceiros com contratação de dívidas, e em último lugar realizam a abertura de capital com emissão de ações; uma das justificativas para a ordem estabelecida é que se os gestores possuem

informações internas extremamente favoráveis e agem no interesse dos atuais acionistas, eles recusam-se a emitir novas ações mesmo que tenham de deixar passar uma boa oportunidade de investimento, por conseguinte, a emissão de novas ações sinaliza que há “más notícias” por detrás da decisão e ocasiona a queda do valor das ações (Myers & Majluf, 1984).

No entanto, o anúncio da emissão de ações pode também sinalizar “boas notícias” aos investidores caso revele uma oportunidade de crescimento com valor presente positivo, então uma sinalização negativa ocorre apenas se os gestores tentarem emitir ações supervalorizadas (Myers, 2003). Outro ponto que as empresas levam em consideração ao seguir a *Pecking Order* é que a abertura de capital traz a obrigação de fornecimento de detalhes suficientemente verificáveis para indicar o verdadeiro estado da organização, com isso surgem custos significativos de fornecimento, absorção e verificação das informações, além da desvantagem do monitoramento por parte dos concorrentes (Myers & Majluf, 1984).

O monitoramento em termos de finanças corporativas ocorre por intermédio de informações prospectivas, as quais são coletadas antes das decisões gerenciais serem implementadas, estabelecem o curso ótimo de ações a serem seguidas pela empresa e são aproveitadas por acionistas e credores para prevenir ações que violem restrições contratuais; há ainda as informações retrospectivas, as quais são meras mensurações de desempenho gerencial passado e são altamente relevantes para acionistas que enfocam em ganhos por compra e venda de ações sem interferir na gestão da empresa, bem como para credores de dívidas de curto prazo (Tirole, 2006).

A Teoria da *Pecking Order* preocupa-se tanto com os custos associados à elaboração das informações solicitadas por credores e acionistas, derivados da assimetria informacional, quanto com os custos de “estresse financeiro”, pois supõe-se que a contração de dívidas com terceiros é mais vantajosa em termos de custos às companhias, mas aumenta a probabilidade de restrições financeiras, outrossim, há a chance da não emissão de novas ações impedir o aproveitamento de boas oportunidades de investimentos, de sorte que em algumas ocasiões é necessário mover-se para o último lugar da ordem de preferência (Myers, 1984).

2.5.5 Evidências empíricas sobre *Trade-Off* e *Pecking Order*

Sunder e Myers (1999) buscaram confrontar as Teorias do *Trade-Off* e da *Pecking Order* em uma amostra de 157 empresas de grande porte extraída da *Compustat* (base com dados de companhias globais) entre os anos de 1971 e 1989, por meio de testes que incluíram variáveis de emissões de dívidas, mudanças nas taxas de débitos acumuladas e restrições financeiras. Os autores constataram que, quando as teorias foram testadas em separado, ambas explicaram as escolhas de estrutura de capital das empresas, porém o teste combinado revelou um melhor desempenho do modelo baseado na Teoria da *Pecking Order*. Igualmente, Tong e Green (2005); De Jong, Verbeek e Verwijmeren (2011) chegaram à conclusão de que, para companhias chinesas e americanas, a hipótese da *Pecking Order* suportou melhor os resultados.

Frank e Goyal (2003) ampliaram o escopo da amostra de Sunder e Myers (1999) para 768 firmas de grande, médio e pequeno porte, no período compreendido entre 1971 e 1998 – após excluirmos as empresas financeiras, de serviços regulamentados ou envolvidas em grandes fusões, e incluirmos dados de painéis desbalanceados – identificando que a *Pecking Order* possui forte poder explicativo sobre as firmas de grande porte e de forma mais atenuada sobre as empresas de médio porte, mas, com o transcorrer dos anos, a teoria perdeu a sua força e os recursos próprios passaram a ser mais relevantes nas escolhas gerais.

Mais estudos evidenciaram a relação entre ordem de preferência e porte da empresa. Desconsiderando os setores financeiro e agrícola, as fontes de financiamento preferidas pelas empresas de capital fechado são lucros retidos e crédito bancário, já as pequenas empresas de capital aberto preferem recorrer à obtenção de capital próprio e as grandes empresas de capital aberto optam pelos lucros retidos e emissão de títulos de dívidas (Frank & Goyal, 2008). Tais evidências encontram suporte na Teoria do *Trade-Off*, segundo a qual as organizações de grande porte são tipicamente mais maduras, com boa reputação no mercado de créditos e por isso encaram custos de agência mais baixos, nessa conformidade, nível de alavancagem e tamanho das empresas seriam positivamente relacionados; por sua vez, a Teoria da *Pecking Order* define que as organizações de grande porte são mais conhecidas e possuem menos problemas de seleção adversa, desta forma, podem

mais facilmente emitir ações, de sorte que haveria uma relação inversa entre nível de alavancagem e tamanho da empresa (Frank & Goyal, 2008).

Para Cotei e Farhat (2009), as teorias não são mutuamente exclusivas. Os autores empregaram modelos empíricos ao analisarem 89.591 observações de empresas globais – exceto dos setores financeiro e de serviços regulamentados – no período entre 1980 e 2001, após combinar os fatores de ambas as teorias, encontraram evidências de que os fatores da Teoria do *Trade-Off* desempenham um papel significativo em determinar a proporção de títulos de dívida a serem emitidos ou recomprados sob os pressupostos da Teoria da *Pecking Order*; ademais, os fatores da *Pecking Order* são os maiores determinantes da taxa de ajustamento entre capital próprio e de terceiros pressuposta pela *Trade-Off*.

Myers (2003) assumiu um possível entendimento de que as duas teorias funcionam na prática ao se considerar os fatores econômicos de impostos, custos de “estresse financeiro” e assimetrias informacionais, contudo, para certos tipos de firmas tanto uma como a outra perde seu poder explicativo, o que é justificado pelo fato de estas serem condicionais, não gerais e funcionarem melhor em algumas condições. Conforme será demonstrado na seção 2.6.3 – Predominâncias na estrutura de capital das empresas brasileiras, em função de suas comprovações empíricas no contexto brasileiro e latino-americano, as Teorias da *Pecking Order* e do *Trade-Off* norteiam este estudo.

2.6 ESTUDOS RECENTES SOBRE ESTRUTURA DE CAPITAL

2.6.1 Aspectos sobre a estrutura de capital das empresas estrangeiras

Dang, Huynh, Nguyen e Nguyen (2017) avaliaram uma amostra de quase 20 mil empresas de 41 países, entre 2000 e 2010, com o emprego das variáveis cobertura de analistas, dispersões e erros de previsões, e observaram que o ambiente informacional de uma empresa é um importante fator influenciador das decisões sobre estrutura de capital. Em relação a tais decisões, Rodrigues *et al.* (2017) encontraram padrões para empresas americanas, que em sua maioria seguiram os preceitos da Teoria do *Trade-Off*, enquanto que as empresas latino-americanas recorreram mais à ordem de preferências da Teoria da *Pecking Order*.

Kumar, Colombage e Rao (2017) efetuaram uma meta-análise de 167 artigos publicados entre 1972 e 2013, com o propósito de identificar as principais conclusões acerca de determinantes da estrutura de capital. Os autores evidenciaram a dominância da Teoria da *Pecking Order* para explicar as escolhas das firmas, além das variáveis largamente empregadas que obtiveram associações positivas com a alavancagem, dentre as quais tangibilidade (razão entre ativos fixos e total de ativos), tamanho da empresa (logaritmo das vendas ou logaritmo do ativo total), crescimento (mudanças na percentagem de vendas ou ativos, ou proporção entre valor de mercado/valor contábil do patrimônio líquido); e as variáveis negativamente relacionadas à alavancagem, tais como rentabilidade (razão entre lucro antes de despesas com juros e impostos, e total de ativos ou de vendas), idade da firma, liquidez (índice de liquidez corrente), depreciação e amortização (despesas e custos apropriados no período) e riscos de negócios (desvio-padrão ou coeficiente de variação dos lucros antes de despesas com juros e impostos).

Parte destes determinantes foram identificados por Moradi e Paulet (2019) ao estudarem uma amostra de painel balanceado de 559 empresas em 6 países europeus, entre 1999 e 2015, como crescimento e rentabilidade (negativamente relacionados à alavancagem), tal qual tamanho, tangibilidade e volatilidade dos lucros (positivamente correlacionados com a alavancagem), destacando que a Crise do Euro apresentou relação significativamente negativa com a alavancagem. Hang, Geyer-Klingenberg, Rathgeber e Stöckl (2018) também aplicaram a meta-análise em dados de 3.890 resultados reportados e igualmente ressaltaram como determinantes significativos intangibilidade e rentabilidade.

Outras pesquisas publicadas buscaram destacar a influência de aspectos sobre a estrutura de capital, como a maturidade das dívidas (Dangl & Zechner, 2016) – que pode ser medida pela razão entre dívidas de longo prazo e total das dívidas (Pan, Wang & Yang, 2019), presença de investidores institucionais (Chung & Wang, 2014; Brown, Dutordoir, Veld, & Veld-Merkoulova, 2019), internacionalização da firma (Lindner, Klein & Schmidt, 2018) e setor de atuação (Li & Islam, 2019).

2.6.2 Aspectos sobre a estrutura de capital das empresas brasileiras

Produções recentes investigaram aspectos que influenciam a estrutura de capital das empresas brasileiras. Já foram encontradas evidências de que a liquidez de caixa é valorizada até certo ponto pelos investidores, a partir de um patamar a capitalização de mercado começa a sofrer descontos, então, as dívidas de curto ou longo prazo contribuem para uma menor retenção de caixa (Loncan & Caldeira, 2014). Contudo, as dívidas possuem efeito marginal negativo sobre o valor da empresa e assim podem despertar nos investidores um comportamento de aversão ao risco relacionado à contratação de mais dívidas (Loncan & Caldeira, 2014). Isso leva a crer que a obtenção de dívidas pode ser positiva perante os investidores, porém desde que não acarrete em risco de falência, o que influencia diretamente na taxa de alavancagem das empresas.

As conclusões de Póvoa e Nakamura (2015) corroboram o fato de que é importante analisar os motivos que levam as firmas a optarem por determinadas taxas de alavancagem, e desta forma definirem suas estruturas de capital. Após analisar características de 113 companhias brasileiras de capital aberto entre 2007 e 2011, os autores asseveraram que no estudo da estrutura de capital deve-se observar a estrutura de dívida das empresas, pois o uso de medidas gerais de endividamento não permite que se compreenda as escolhas relativas à composição do capital de terceiros. A justificativa reside no fato de que empresas com menor grau de assimetria informacional tendem a recorrer mais à emissão de títulos de dívida, pois conseguem obter benefícios advindos do menor risco atribuído pelo mercado (Póvoa & Nakamura, 2015).

Ainda, para as empresas latino-americanas, verificou-se que tais variações no grau de alavancagem são melhores explicadas por variáveis a nível de firmas, em comparação com fatores macroeconômicos (Bernardo, Albanez & Securato, 2018). Bittencourt e Albuquerque (2018) indicaram variáveis a nível de firmas para futuros estudos sobre estrutura de capital, sendo algumas tamanho, tangibilidade e rentabilidade. Eles igualmente ressaltaram que a alavancagem é uma medida recomendada para a estrutura de capital. Referente à maturidade das dívidas, tamanho e liquidez são alguns dos determinantes (Martins & Terra, 2015).

2.6.3 Predominâncias na estrutura de capital das empresas brasileiras

No cenário nacional, as evidências apontam para estruturas de capital que seguem os preceitos tanto a Teoria da *Pecking Order* quanto da Teoria do *Trade-Off*, com maior predominância da *Pecking Order*. Sobressaiu-se que firmas mais lucrativas e menos endividadas distribuem maior proporção de dividendos (Silva & Brito, 2005); e o tamanho da empresa é significativo na determinação da política de endividamento (David, 2008) – impressões estas que corroboram empiricamente ambas as teorias.

Igualmente se constatou que firmas mais lucrativas são menos endividadas (Silva & Brito, 2005; David, 2008; Correa *et al.*, 2013); os tomadores de decisão seguem a lógica de escolha de flexibilidade e controle (Nakamura *et al.*, 2007); o pagamento de dividendos é negativamente relacionado com as oportunidades de investimentos (David, 2008); a ordem de prioridade melhor explica a determinação da estrutura de capital das companhias (Medeiros & Daher, 2008); o crescimento apresenta relação positiva com o endividamento e negativa com a rentabilidade (Lima & Brito, 2003); e a velocidade do processo de ajuste da estrutura de capital ao nível-alvo é baixa (Correa *et al.*, 2013) – tais evidências enfatizam a frequência empírica dos pressupostos da Teoria da *Pecking Order*. Há ainda resultados que são fundamentados pela Teoria do *Trade-Off*, tais quais as empresas brasileiras seguem uma dinâmica de ajuste do grau de endividamento ótimo de curto prazo (Nakamura *et al.*, 2007); e empresas menores se endividam mais e no curto prazo (Lima & Brito, 2003).

Bastos e Nakamura (2009) buscaram validar mais correntes teóricas ao estudarem empresas do Brasil, México e Chile. Além das Teorias do *Trade-Off* e *Pecking Order*, eles testaram a Teoria da Agência e os aspectos de assimetria de informações, por meio dos fatores liquidez corrente, rentabilidade, índice valor de mercado/valor contábil e tamanho. Os resultados indicaram que no Brasil e no México prevaleceram os aspectos da *Pecking Order* e no Chile predominou uma combinação entre *Pecking Order* e *Trade-Off*.

Coelho *et al.* (2013) selecionaram 42 periódicos nacionais e internacionais, com a finalidade de constatar as principais teorias aplicadas aos estudos sobre estrutura de capital, dentre os quais 31 artigos nacionais e 11 artigos internacionais abordaram a temática, com alta recorrência da base teórica da *Pecking Order*. Bittencourt e Albuquerque (2018) também recorreram ao levantamento bibliométrico

para verificar o conteúdo das publicações sobre estrutura de capital e estrutura da dívida, até maio de 2016, obtendo 80 artigos de revistas pertencentes aos estratos A2 a B4 do sistema Qualis-Periódicos da CAPES (Coordenação de Aperfeiçoamento de Pessoal de Nível Superior). A leitura dos artigos revelou que, ao selecionar suas fontes de financiamento, as empresas brasileiras costumam seguir o que preconiza a Teoria da *Pecking Order*.

Todavia, é necessário indicar certas ressalvas sobre a aplicação das teorias de estrutura de capital no contexto brasileiro. Medeiros e Daher (2008) reconheceram que tanto a Teoria da *Pecking Order* quanto a Teoria do *Trade-Off* foram construídas tendo como base a conjuntura da economia norte-americana, em que existe um mercado de capitais desenvolvido e maior estabilidade econômica (Bittencourt & Albuquerque, 2018), de modo que o financiamento de longo prazo é majoritariamente obtido no mercado de capitais (Costa & Borça Junior, 2019). No Brasil, o crédito bancário cumpre um papel mais relevante no fornecimento de recursos com vencimento no longo prazo, devido ao mercado de capitais ser relativamente pequeno em comparação com o nível de desenvolvimento da economia, bem como ao fato de haver pouca participação de empresas de porte grande (Rocca, 2018; Costa & Borça Junior, 2019).

Mesmo assim, Medeiros e Daher (2008) reconheceram que são oportunos os estudos com o objetivo de comprovar se os mesmos pressupostos teóricos são válidos ou não para a realidade brasileira, o que é enfatizado pelas asseverações de Rocca (2018). De acordo com o autor, o atual modelo nacional de concessão de recursos não é sustentável porque a predominância de subsídios públicos conduz a aumentos da dívida pública, além do mais, já foi reduzida a capacidade de oferecimento de novos financiamentos desta modalidade e a taxa de juros praticada agora reflete as taxas de mercado, tornando essencial criar um novo modelo de financiamento do investimento privado de médio e longo prazo.

Para melhor compreender o atual modelo, retoma-se o trabalho de Bittencourt e Albuquerque (2018). Os autores advertiram para uma peculiaridade do mercado de crédito brasileiro capaz de produzir alterações na ordem de preferência: as políticas de fomento governamental, que facilitaram o acesso das companhias ao crédito bancário e acabaram por condicionar suas escolhas primeiramente à oportunidade de mercado. Os programas de crédito subsidiados pelo governo ofereceram taxas de juros mais baixas em comparação com outras fontes de crédito, beneficiando também

as empresas de porte menor, as quais, por apresentarem maior assimetria informacional, costumam deparar-se com taxas mais altas de captações (Póvoa & Nakamura, 2015).

De acordo com Freitas (2008), a crise do *subprime* contribuiu para que houvesse maior recorrência ao crédito subsidiado, tendo impactado mais fortemente a economia brasileira a partir de setembro de 2008. O agravamento da recessão internacional levou os bancos privados a reduzir a oferta de linhas de crédito, provocando uma rápida desaceleração na atividade econômica, então, bancos públicos como o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social [BNDES] e a Caixa Econômica Federal [CEF] atuaram de forma anticíclica para ampliar a disponibilidade de linhas de crédito e combater a desaceleração.

Similarmente, o impacto da recessão econômica foi sentido pelo mercado acionário brasileiro, que registrou aumento no custo das captações. O intervencionismo do governo federal ao elevar a meta da taxa Selic conduziu a uma alta taxa básica de juros, tornando mais atrativa a rentabilidade dos títulos públicos federais em relação aos títulos de renda variável, ademais, registrou-se fuga de capitais dos investidores estrangeiros, redirecionados para cobrir perdas em seus países de origem (Freitas, 2009). Tendo passado o período de auge da crise do *subprime*, ainda permaneceram as altas taxas de juros reais e a ampla disponibilidade de crédito público, tais fatores, junto aos altos custos de emissão de ações e pouca liquidez nas negociações de ações emitidas por empresas menores, ocasionaram a inibição do mercado de capitais brasileiro (Póvoa & Nakamura, 2015; Rocca, 2018).

Os custos na emissão de ações ainda são considerados relevantes, por serem numerosos. Incorridos durante as etapas de preparação das empresas para abertura de capital e oferta de ações, consistem em despesas com instituições financeiras coordenadoras do processo, honorários advocatícios e de auditores independentes, taxas da CVM e da B³, gastos com escriturações, custodiantes e câmaras de liquidação, despesas com divulgação e publicidade (Deloitte, 2017). Após a obtenção do registro, ainda mais gastos são incorridos no cumprimento das exigências para companhias abertas brasileiras, como manutenção da estrutura de governança corporativa, contratação de auditorias independentes para atestar a qualidade das informações divulgadas nas demonstrações publicadas, convocações e registros de atas de assembleias, divulgações de fatos relevantes, taxas da CVM e da B³ (Deloitte, 2017).

Góes (2018) destacou outros fatores que desincentivam a abertura de capital e que são mais presentes nas empresas de menor porte, como resistência a entradas de sócios externos e a obrigações de divulgação de informações, além de desconfianças por parte dos investidores relacionadas a falta de transparência e insuficiência de informações compartilhadas. Outrossim, gestores das companhias de menor porte têm julgado atrativo recorrer à bolsa de valores para emitir títulos de dívida, considerando-se que as empresas de menor porte representaram 68% do total de empresas emissoras de debêntures no período entre 2009 e 2016 (Rocca, 2018).

Póvoa e Nakamura (2015) evidenciaram que, por possuírem menor assimetria de informações e gozarem de maior reputação, as companhias de maior porte também foram favoráveis à emissão de títulos corporativos. No Brasil, o mercado de títulos de dívidas tem apresentado alta liquidez, pois só de janeiro a setembro de 2018 foi emitido um total de 97 bilhões de reais em debêntures, esta movimentação foi resultante de favoráveis condições regulatórias e tributárias, queda de juros, manutenção da elevada liquidez nos mercados internacionais e tendência de substituição do crédito a pessoa jurídica por desintermediação (Nascimento *et al.*, 2018).

Portanto, apesar de aspectos não ligados a questões informacionais interferirem na versão brasileira da ordem de preferência por fontes de recursos – tais quais incentivos fiscais elencados pela Teoria do *Trade-Off*, políticas de crédito subsidiado, problemas de liquidez do mercado acionário, condições mais favoráveis para emissão de títulos de dívida em comparação com a abertura de capital próprio, altos custos de emissão de ações e de manutenção do registro de companhia aberta –, é possível destacar que questões concernentes ao fornecimento de informações para acionistas externos à gestão igualmente podem desencorajar as companhias a moverem-se para o último lugar da *Pecking Order*, sendo relevantes os argumentos de resistência dos administradores a divulgações obrigatórias, custos consideráveis com auditoria para atestar a qualidade do conteúdo das demonstrações divulgadas e falta de transparência entre gestores e investidores. Silva *et al.* (2014) enfatizaram que, mesmo após empresas brasileiras efetuarem abertura de capital na B³, seus relatórios subsequentes apresentaram falta de transparência.

No cenário nacional, há igualmente peculiaridades a respeito dos usuários das demonstrações contábeis divulgadas. Estudos nacionais sobre predominâncias na estrutura de propriedade relevaram que no período entre 2007 e 2016, na categoria

de acionistas, os principais destinatários das divulgações eram as famílias fundadoras, empresas e investidores individuais, investidores institucionais e estrangeiros (Caixe & Krauter, 2013; Marques, Guimarães & Peixoto, 2015; Peixoto, 2015; Marques, Guimarães & Jardim, 2018; Soares & Marcon, 2019). Além disso, duas pesquisas enfatizaram a alta concentração do controle das companhias nas mãos de poucos acionistas, sendo comum a abertura de capital pela emissão de ações preferenciais para que não se perca a maioria dos votos nas decisões administrativas (Caixe & Krauter, 2013; Marques *et al.*, 2015).

Carvalho e Ribeiro (2019) verificaram que, no ano de 2018, sobressaiu-se um outro perfil de destinatário. Os autores selecionaram os dez maiores acionistas das 368 empresas que possuíam ações ordinárias na B³ em 2018, e por intermédio de um estudo de redes verificaram que os três acionistas centrais da rede foram a BNDES Participações S. A. – gestora de investimentos constituída como subsidiária integral do BNDES, a Previ – Caixa de Previdência dos Funcionários do Banco do Brasil e a BlackRock – gestora de investimentos americana. Outros acionistas relevantes foram empresas nacionais e estrangeiras do ramo financeiro, Tesouro Nacional, Eletrobras S. A. – *holding* do setor de energia elétrica que é controlada pelo Governo Federal – e Elie Horn – pessoa física que fundou a empresa do segmento imobiliário Cyrela (Carvalho & Ribeiro, 2019).

Por sua vez, entre 2007 e 2015 o principal credor para investimentos de pequenas, médias e grandes empresas foi BNDES, seguido por Banco do Brasil e CEF, e em última instância pelos bancos privados (Oliveira & Wolf, 2016). Após, em 2018, esta ordem de preferência para a tomada de recursos de longo prazo foi mantida (Costa & Borça Junior, 2019).

Isto posto, ao se comparar os principais acionistas e credores das empresas brasileiras, até o ano de 2016 as pesquisas encontraram usuários distintos. Porém, em 2018 as pesquisas de Carvalho e Ribeiro (2019) e Costa e Borça Junior (2019) levaram a resultados que permitem concluir uma provável equivalência para os grupos de usuários, pois ficou claro que o principal credor e acionista foi o BNDES, fato este que pode interferir no estudo da relação entre estrutura de capital e qualidade da informação contábil divulgada por empresas listadas em 2018. Adicionalmente, a alta concentração de propriedade identificada pode interferir no exame da relação para todo o período considerado.

2.7 RELAÇÕES ENTRE DIVULGAÇÕES DE INFORMAÇÕES, MERCADOS DE CAPITAIS E DE CRÉDITO

Consoante com Leland e Pyle (1977), muitos mercados apresentam diferenças informacionais entre compradores e vendedores, aliás, nos mercados financeiros são encontradas consideráveis assimetrias informacionais, pelo fato de os devedores possuírem mais informações sobre suas garantias do que os credores, assim como os gestores possuírem mais informações privadas sobre seus projetos do que os investidores. Sem as transferências de informações, cresce a assimetria informacional, fazendo com que não seja possível distinguir entre ativos de boa e qualidade, e por consequência bons projetos não obtenham financiamento (Leland & Pyle, 1977).

O *disclosure* de informações de alta qualidade é eficiente na medida em que leva à redução da assimetria informacional, o que contribui para a redução do custo incorrido na obtenção de capital (Verrecchia, 2001). Deste modo, divulgações padronizadas proporcionam redução da assimetria informacional e do risco de seleção adversa (Gonçalves, 2016), o que representa uma sinalização positiva aos mercados.

Em vista destas inferências, as próximas seções deste Referencial Teórico (2.7.1 – *Disclosures* voluntários e estrutura de capital; 2.7.2 – Aspectos sobre sinalização de informações aos mercados de capitais e de crédito) apresentam um aprofundamento das relações entre as divulgações e os mercados, no sentido de ressaltarem a possível influência do *disclosure* e da sinalização de informações aos mercados sobre a estrutura de capital.

2.7.1 *Disclosures* voluntários e estrutura de capital

Nos Estados Unidos, Graham, Harvey e Rajgopal (2005) aplicaram questionários entre gestores com a finalidade de compreender suas escolhas relativas ao *disclosure* voluntário. Dentre as principais percepções obtidas, observou-se que os executivos temem que a falta de clareza e a presença de informações inconsistentes e imprecisas possa levar à desvalorização na precificação das ações de suas companhias, por isso, eles optam pelo *disclosure* voluntário de informações que facilitem a clareza e o entendimento dos investidores (Graham *et al.*, 2005).

Apesar da constatação de Graham *et al.* (2005), segundo Bertomeu *et al.* (2011), a relação entre a estrutura de capital e a política de divulgação das empresas ainda não havia sido reconhecida pela literatura, uma vez que os gestores optam por políticas que maximizem a percepção do mercado sobre o valor esperado dos ativos negociados com os investidores, de maneira que a configuração destes ativos pode afetar o que é maximizado pelos gestores.

Assim, de acordo com os autores, a estrutura de capital e a política de divulgação determinam conjuntamente o nível de assimetria informacional que deve permanecer entre os participantes dos mercados, isto posto, a assimetria informacional remanescente interfere no custo de capital, pois a presença ou falta de informações sobre as empresas influencia as percepções dos investidores sobre perdas esperadas em futuras vendas dos ativos (Bertomeu *et al.*, 2011). Adicionalmente, os autores propuseram uma hierarquia de fontes de financiamento que se diferencia da *Pecking Order* de Myers e Majluf (1984), por abranger a interação entre as escolhas de estrutura de capital e as políticas de divulgação voluntária, tal qual a volatilidade dos fluxos de caixa.

A hierarquia de Bertomeu *et al.* (2011) considera que as empresas sempre recorrem à emissão de títulos de dívida e foi estruturada com os seguintes pressupostos: uma firma com baixa volatilidade de fluxos de caixa prefere levantar capital emitindo instrumentos de dívida livres de risco e adotando uma política de divulgação mais expansiva; conforme a volatilidade dos fluxos cresce, a firma prefere recorrer à emissão de dívidas com bom *rating* de crédito, continuando com uma política de divulgação mais expansiva; com uma volatilidade ainda maior, permanece a preferência por títulos emitidos com bom *rating* de crédito, porém será adotada uma política de divulgação mais limitada – neste caso o custo de capital decorrente de uma política limitada torna-se inferior em relação ao custo resultante de uma política mais expansiva –; na hipótese em que a volatilidade continua a crescer, a firma recorrerá a títulos com baixo *rating* de crédito e ao *disclosure* limitado; por fim, em um cenário com volatilidade demasiadamente alta, torna-se impossível financiar a firma com qualquer forma de ativo e qualquer forma de divulgação.

2.7.2 Aspectos sobre sinalização de informações aos mercados de capitais e de crédito

Spence (1973) formulou a Teoria da Sinalização tendo como base o mercado de trabalho, em que os trabalhadores buscam compartilhar informações sobre seu nível educacional com potenciais empregadores para sinalizar a qualidade de seu trabalho e assim reduzir a assimetria informacional presente nesta estrutura de mercado. Portanto, a Teoria da Sinalização fundamentalmente trata da redução da assimetria informacional entre duas partes, visto que em certos mercados há participantes que não têm acesso a informações que outros participantes possam desejar comunicar (Spence, 2002).

Connelly *et al.* (2011) destacaram a profundidade da teoria, por esta tratar de processos de aquisição de informações, o que pode esclarecer questões de assimetria informacional em uma ampla gama de fenômenos econômicos e sociais. Aspectos relacionados a política de dividendos, decisões de estrutura de capital e *disclosure* voluntário já receberam o suporte da teoria, sendo que a maioria dos modelos de sinalização assume que os vendedores possuem mais informações sobre seus produtos do que os compradores e, por isso, os compradores precificam os produtos pela média ponderada de suas percepções gerais, de maneira que os vendedores de produtos de alta qualidade possuem um incentivo para obter preços mais altos por meio de sinalizações ao mercado (Morri, 1987).

Conforme Connelly, Certo, Ireland e Reutzel (2011), a maioria dos exemplos de sinalização fazem distinção entre firmas de alta qualidade e firmas de baixa qualidade, e como existe a assimetria informacional entre gestão e investidores externos, cada firma tem a oportunidade de sinalizar ou não sua verdadeira qualidade para os mercados. Mas, para serem levados em consideração, os sinais devem conter informações incrementais consideradas relevantes pelos participantes dos mercados, de sorte que ao longo do tempo as empresas têm buscado aumentar o nível de *disclosure* discricionário nas demonstrações anuais (Dainelli, Bini & Giunta, 2013).

Já foi comprovado que divulgações de informações sobre aumento de endividamento e pagamentos de dividendos são sinais que representam boa capacidade da firma em gerar fluxos de caixa futuros, os quais influenciam a tomada de decisão dos credores e investidores (Connelly *et al.*, 2011; Puspitaningtyas, 2019), e por conseguinte impactam a estrutura de capital das empresas. Por outro lado, a

proporção do aumento ou redução no pagamento de dividendos não é capaz de sinalizar previsões de lucros futuros (Tee & Tessema, 2019), bem como firmas com ambientes informacionais mais transparentes já costumam pagar mais dividendos, portanto, nem sempre o pressuposto dos dividendos como forma de sinalização é válido (Li & Zhao, 2008).

Além disso, Miglo (2017) observou que a contratação de dívidas não necessariamente sinaliza a qualidade da firma, resultado este que é surpreendente do ponto de vista da Teoria da Sinalização. A obtenção de crédito com terceiros é traduzida em um sinal positivo no caso de firmas com alto potencial de crescimento de lucros (Bauer & Bubák, 2003).

Buscando relações entre a Teoria da Agência – no que concerne à estrutura de capital – e a Teoria da Sinalização, Morris (1987) concluiu que ambas as teorias podem prover esclarecimentos sobre o problema principal-agente, pois a assimetria informacional implica em custos de monitoramento da gestão, bem como a separação entre controle e propriedade do capital pode originar custos na forma de oportunidades dispensadas pelo gestor de uma firma, em decorrência de exigências na contração de dívidas ou abertura de capital para novos acionistas. Como estes custos de agência são incorridos na obtenção de capital próprio e de terceiros, os gestores possuem incentivos para sinalizar a qualidade acima da média de suas empresas, para tanto, eles podem negociar com os credores cláusulas restritivas que conduzam ao aumento do *disclosure* de informações sobre fluxos de caixa futuros (Morris, 1987).

Dainelli *et al.* (2013) constataram a presença de mecanismos de sinalização em demonstrações anuais publicadas em 2010 por 120 companhias italianas de capital aberto, atestando que as firmas com melhores resultados reportados proveram mais informações incrementais do que as demais, o que também permite auferir que os próprios mercados podem ser capazes de estabelecer o equilíbrio entre produção e utilização de informações. Ademais, outros estudos comprovaram que o *disclosure* voluntário e a qualidade da auditoria possuem impacto positivo e significativo sobre a rentabilidade e o valor da firma (Bukit & Nasution, 2016), além de que tangibilidade de ativos, tamanho e rentabilidade são os determinantes mais relevantes para as sinalizações ao mercado de capitais (Akash, Shah, Hasan, Hamid & Suleman, 2011).

Em relação ao mercado de créditos, a sinalização emitida com a obtenção de crédito comercial facilita o acesso ao financiamento bancário (Kling *et al.*, 2014); a

combinação de divulgações financeiras mais conservadoras e cláusulas mais restritivas proporcionam a redução do custo de capital de terceiros em um regime de alta assimetria informacional (Callen *et al.*, 2016).

2.7.2.1 Estudos nacionais sobre sinalização de informações aos mercados

Passos e Coelho (2019) investigaram interações entre demandas de investidores institucionais e sinalizações de informações por gestores de empresas brasileiras, referentes a reconhecimento tempestivo de perdas, constatando que as demandas influenciaram as sinalizações. Igualmente tendo como objeto de estudo o cenário das empresas brasileiras de capital aberto, Dalmácio (2009) identificou que a adoção de práticas diferenciadas de governança corporativa representou um sinal positivo e capaz de influenciar a acurácia das previsões de analistas de investimentos; Del’Omo (2017) verificou que a divulgação de Relato Integrado impactou negativamente a acurácia consensual de analistas de mercado.

Outros estudos sobre o mercado de capitais brasileiro corroboraram a hipótese de que os investidores reagem às divulgações de informações sobre pagamentos de dividendos (Pietro Neto *et al.*, 2011; Sarlo Neto *et al.*, 2005; Mota & Martins, 2018). Ainda se evidenciou que quando empresas tiveram queda no seu desempenho, surgiu uma tendência de emitir sinalizações através da divulgação de indicadores voluntários de desempenho (Janiszewski, Carrascoso, Felix Júnior, Lagioia & Oliveira, 2017).

Por outro lado, em uma das pesquisas já foi rejeitada a hipótese de que a assimetria informacional – medida pelas *proxies* índice de liquidez em bolsa, volatilidade do ativo, cobertura de analistas de investimentos e probabilidade de negociação com informações privilegiadas – auxilia na explicação dos retornos das ações (Girão, 2015).

A respeito da relação entre sinalizações e predominância de capital de terceiros, Tristão (2014) e Teixeira *et al.* (2010) estudaram o efeito de sinalizações sobre o endividamento das empresas nacionais. Os autores concluíram que empresas aderentes a segmentos de governança corporativa apresentaram menor endividamento, visto que devem cumprir com certas exigências de divulgação de informações (Tristão, 2014); empresas que sinalizaram informações sobre

responsabilidade social corporativa eram menos endividadas do que as que não sinalizaram (Teixeira *et al.*, 2010).

2.7.3 Aspectos sobre monitoramento de contratos de empréstimos

As instituições financeiras desempenham um papel importante como sinalizadores de informações ao mercado de capitais, ao ponto de as empresas credoras contraírem dívidas para obter um “selo de qualidade”, tanto que recentemente foram encontradas evidências de que alguns investidores escolhem delegar o esforço de monitoramento para as instituições financeiras (Balachandran & Williams, 2018).

O “selo de qualidade” é atribuído porque o capital de terceiros nas empresas usualmente está registrado em contrato, assim, as emissões de títulos e contratações de empréstimos são regidas por estes documentos formais, passíveis de monitoramento. Watts e Zimmerman (1986) destacaram a relevância que os credores atribuem às informações geradas pela contabilidade, ao afirmarem que usualmente os contratos de dívidas são estabelecidos com cláusulas que visam o atingimento de metas baseadas em números contábeis, cujo não cumprimento leva ao cancelamento dos contratos, isto posto, o monitoramento das informações contábeis visa acompanhar o cumprimento das metas.

Quando há necessidade de ampliar o monitoramento dos contratos de empréstimos, costuma-se incluir cláusulas de evidenciação de informações privadas relativas a demonstrações financeiras projetadas para futuros períodos e demonstrações financeiras mensais com valores históricos (Carrizosa & Ryan, 2017). Nos casos em que mais cláusulas restritivas foram incluídas pelos credores, evidenciou-se que, após o início da vigência do contrato de dívida, aumentou o número de informações coincidentes nas previsões de diferentes analistas financeiros (Lu & Chen, 2019).

A quantidade de cláusulas restritivas (ou *covenants*) fixadas para as empresas brasileiras diminui enquanto sejam adotados mais mecanismos de transparência (Neves, 2017), especialmente os mecanismos internos de governança corporativa que demonstram maior alinhamento da gestão à maximização do valor da firma (Konraht & Vicente, 2019). A melhor qualidade da gestão permite reduzir a assimetria

informacional e os riscos intrínsecos ao cumprimento das cláusulas, contribuindo para melhorar o acesso a contratos de longo prazo (Petkevich & Prevost, 2018).

A expropriação da riqueza da firma por parte da gestão, em detrimento dos credores, é uma preocupação refletida na determinação dos *covenants*, o que pode também exercer um impacto sobre a remuneração cobrada pelos credores (Khalil, Mansi, Mazboudi & Zhang, 2019). Para minimizar o risco de expropriação, os detentores de títulos de dívidas emitidos pelas empresas confiam no monitoramento prévio exercido pelos bancos, pois nos casos em que as empresas já tiveram acesso a empréstimos bancários, identificou-se que a remuneração cobrada pelos detentores dos títulos era menor e os montantes envolvidos na negociação eram maiores (Ma, Stice & Williams, 2019).

Mas o monitoramento dos credores não é exercido somente por meio das informações geradas pela contabilidade. Em contrapartida à relevância dos números contábeis destacada por Watts e Zimmerman (1986), a implantação do padrão IFRS para a elaboração de demonstrações contábeis das empresas brasileiras trouxe mais possibilidades de discricionariedade na preparação das informações contábeis, assim, os preparadores de contratos reduziram a utilização de cláusulas baseadas em números contábeis, além de implantarem maior número de *covenants* com enfoque em segurança e ligados a informações não contábeis (Beiruth, 2015).

Analogamente, Ball e Shivakumar (2015) investigaram o efeito da convergência do padrão IFRS sobre os contratos de dívidas, para tanto analisaram uma amostra de contratos emitidos entre 2001 e 2010, provenientes de 22 países que adotaram as IFRS e 21 países que não adotaram, constatando que a aplicação do padrão levou a uma redução significativa dos *covenants* baseados em números contábeis.

2.8 DEFINIÇÃO DE HIPÓTESES

Para a definição de hipóteses, retoma-se os principais aspectos deste Referencial Teórico. As evidências dos estudos nacionais têm indicado que a estrutura de capital das empresas brasileiras costuma ser melhor explicada pelas Teorias da *Pecking Order* e do *Trade-Off*, com maior ênfase na *Pecking Order* (Lima & Brito, 2003; Silva & Brito, 2005; Nakamura *et al.*, 2007; Medeiros & Daher, 2008; David,

2008; Bastos & Nakamura, 2009; Coelho *et al.*, 2013; Correa *et al.*, 2013; Bittencourt & Albuquerque, 2018).

Por mais que aspectos peculiares e não ligados a questões informacionais interfiram na versão da brasileira da ordem de preferência por fontes de recursos, há também influência de questões de assimetria informacional, como resistências em divulgar informações exigidas pelo mercado acionário, falta de transparência nas divulgações e custos consideráveis com auditoria das informações divulgadas, as quais podem desencorajar as companhias a emitirem ações (Freitas, 2009; Póvoa & Nakamura, 2015; Deloitte, 2017; Rocca, 2018; Bittencourt & Albuquerque, 2018; Góes, 2018; Nascimento *et al.*, 2018; Costa & Borça Junior, 2019).

De fato, segundo Myers e Majluf (1984), as empresas costumam ter preferência por recorrer ao capital de terceiros devido à abertura de capital acarretar em obrigações de fornecimento de informações que indiquem o seu verdadeiro estado aos acionistas, o que leva a custos significativos de fornecimento, absorção e verificação das informações. Bertomeu *et al.* (2011) ressaltaram que a estrutura de capital e a política de divulgação determinam conjuntamente o nível de assimetria informacional remanescente. Portanto, a literatura indica que há influência da estrutura de capital sobre o *disclosure* das empresas.

Quando informações de alta qualidade são divulgadas, reduz-se os incentivos para que os usuários das demonstrações busquem informações por conta própria, e assim há redução da assimetria informacional e do custo de capital (Dye, 2001; Verrecchia, 2001), especialmente para empresas com maior predominância de capital próprio, as quais costumam apresentar melhor qualidade da informação divulgada (Chen *et al.*, 2016).

Apesar de Paulo *et al.* (2012) terem encontrado evidências de que a emissão de ações não influencia a qualidade da informação divulgada, ao empregar como medida a qualidade dos *accruals*, Mazzioni e Klann (2016) constataram que um menor grau de predominância de capital de terceiros contribuiu para a melhor qualidade, igualmente mensurada pela qualidade dos *accruals*. Ainda, Moura *et al.* (2017) identificaram que a presença de participação acionária de investidores institucionais e de negociação de ações em bolsas de valores americanas surtem efeito sobre a qualidade da informação, medida por meio de um índice composto por quesitos relacionados à presença de informações obrigatórias e voluntárias.

A qualidade da informação contábil divulgada também pode ser medida pela presença de características qualitativas, as quais dotam de utilidade as demonstrações (Hendriksen & Van Breda, 1999). Nesta conformidade, embora Agyei-Mensah (2015), Nobes e Stadler (2015), Agyei-Mensah (2013), Hassan (2014), Van Beest *et al.* (2009) não tenham obtido associações estatisticamente significantes entre a alavancagem e as características de representação fidedigna, relevância e comparabilidade, outros autores já encontraram relações entre padrões de divulgações ao mercado de capitais e características como relevância e representação fidedigna (Krismiaji *et al.*, 2016); entre redução do custo de capital e comparabilidade (Imhof *et al.*, 2017); bem como entre liquidez do mercado de crédito e relevância, representação fidedigna e comparabilidade (Akpu & Iwene, 2017).

As conclusões obtidas pelos estudos citados conduziram à seguinte hipótese de pesquisa.

Hipótese 1: A predominância de capital próprio aumenta a qualidade da informação contábil divulgada pelas empresas de capital aberto brasileiras.

Ademais, sob outro ponto de vista, já foram encontradas associações entre presença de credores estrangeiros e relevância de dados reportados (Marques *et al.*, 2017); além de associações entre proporção de capital de terceiros, relevância (Pan *et al.*, 2015) e comparabilidade (Parsa & Sarraf, 2018; Habib *et al.*, 2017; Dhole *et al.*, 2015). Tais achados podem ser explicados pelo fato de que os contratos estabelecidos entre empresas e fornecedores de capitais de terceiros possuem a finalidade de monitorar a gestão, sendo que este monitoramento é ampliado por meio da inclusão de cláusulas de evidenciação de informações contábeis prospectivas e históricas, ou seja, dotadas de relevância (Carrizosa & Ryan, 2017).

O monitoramento prévio exercido pelos bancos beneficia as companhias no sentido de que, ao emitirem instrumentos de dívidas, o custo de capital é reduzido e são disponibilizados maiores montantes de recursos (Ma *et al.*, 2019). Além disso, como a dívida bancária representa um “selo de qualidade” para os acionistas, que acabam por delegar o esforço do monitoramento da gestão às instituições financeiras (Balachandran & Williams, 2018), uma quantidade maior de cláusulas restritivas foi associada ao aumento de informações coincidentes nas previsões de analistas de investimentos (Lu & Chen, 2019). Estes profissionais se utilizam das informações presentes nas demonstrações contábeis publicadas.

Todavia, após a convergência das demonstrações contábeis de empresas nacionais e estrangeiras ao padrão IFRS, diminuiu o número de cláusulas restritivas atreladas a números contábeis (Beiruth, 2015; Ball & Shivakumar, 2015). Mas a redução dos *covenants* contábeis pode não somente ocorrer por conta deste motivo, como também pela adoção de mecanismos de transparência de informações (Neves, 2017; Konraht & Vicente, 2019). Isto posto, é factível que haja efeito da predominância de capital de terceiros sobre a qualidade da informação contábil evidenciada. Tal entendimento direcionou o presente estudo para a segunda hipótese de pesquisa.

Hipótese 2: A predominância de capital de terceiros interfere na qualidade da informação contábil divulgada pelas empresas de capital aberto brasileiras.

Ressalta-se que para testar as duas hipóteses de pesquisa foi considerado que a qualidade da informação contábil possa ser determinada simultaneamente à estrutura de capital, o que caracteriza uma forma de endogeneidade. Esta consideração encontra amparo em estudos elencados neste Referencial Teórico, os quais evidenciaram que a qualidade das informações divulgadas contribui para a redução no custo de obtenção de capital (Verrecchia, 2001), de maneira que gestores temem a divulgação de informações inconsistentes por estas acarretarem em desvalorização na precificação das ações das companhias (Graham *et al.*, 2005). Soma-se a isso a constatação de que a divulgação de informações influencia a tomada de decisão dos credores e investidores, e por conseguinte interfere na estrutura de capital das empresas (Morris, 1987; Bertomeu *et al.*, 2011; Connelly *et al.*, 2011; Puspitaningtyas, 2019; Miglo, 2017; Kling *et al.*, 2014; Callen *et al.*, 2016; Pietro Neto *et al.*, 2011; Sarlo Neto *et al.*, 2005; Mota & Martins, 2018; Tristão, 2014; Teixeira *et al.*, 2010).

3 METODOLOGIA

3.1 ENQUADRAMENTO E PERCURSO METODOLÓGICO

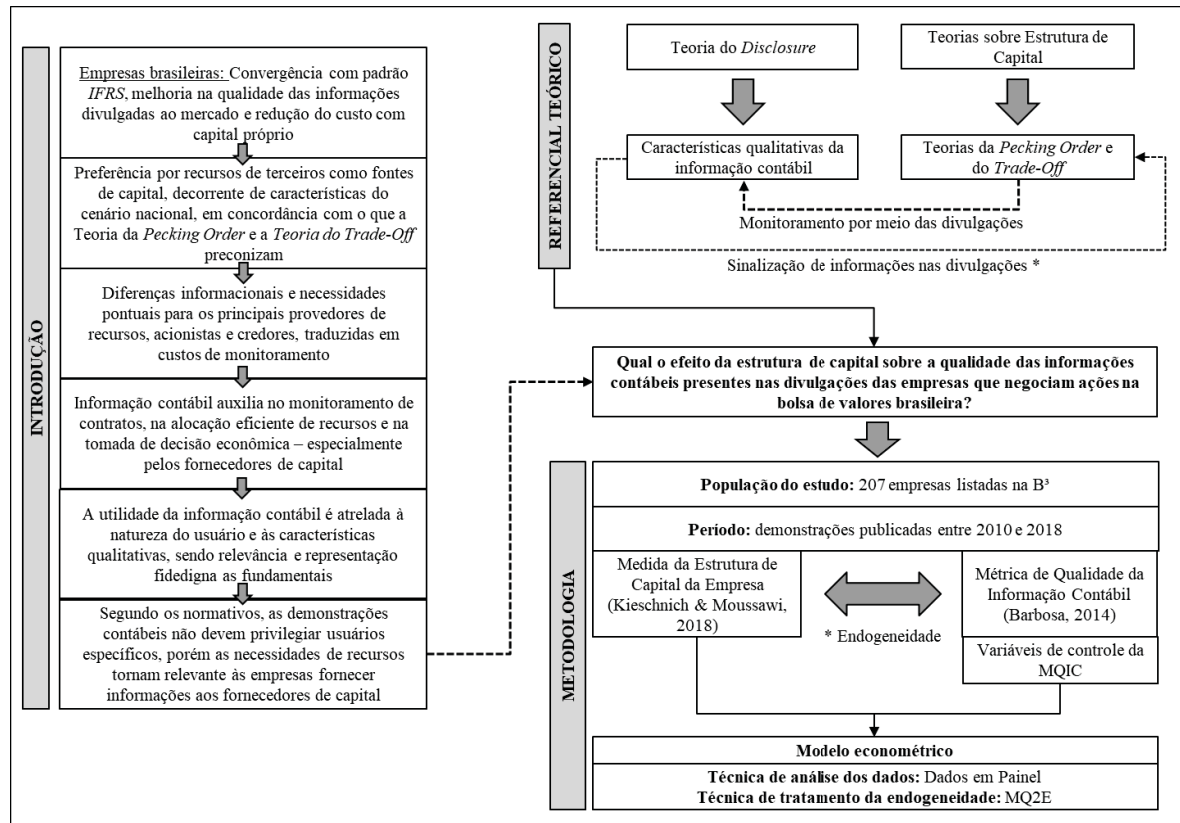
Na TABELA 2 listam-se os aspectos concernentes ao enquadramento metodológico da pesquisa, com vistas a se atingir o objetivo proposto nesta:

TABELA 2 - ENQUADRAMENTO METODOLÓGICO DA PESQUISA

Aspecto	Estratégia	Autores
Abordagem metodológica	Positivista	Martins & Theóphilo (2009)
Objetivos	Pesquisa descritiva	Raupp & Beuren (2006)
Abordagem do problema	Quantitativa	Raupp & Beuren (2006)
Estratégia de pesquisa	Pesquisa documental	Raupp & Beuren (2006)
Técnica de coleta de dados	Dados secundários	Martins & Theóphilo (2009)
Técnica para avaliação quantitativa	Estatística inferencial	Martins & Theóphilo (2009)
Abordagem quanto à dimensão do tempo	Transversal	Cooper & Schindler (2003)

A FIGURA 2 ilustra o caminho percorrido até se chegar à questão de pesquisa e os recursos metodológicos necessários para se responder ao questionamento levantado com os aspectos apresentados na Introdução e no Referencial Teórico.

FIGURA 2 - DESENHO DA PESQUISA



3.2 PARÂMETROS DE SELEÇÃO DA POPULAÇÃO DE ESTUDO E COLETA DE DADOS

Conforme consta na FIGURA 2, estabeleceu-se o período de análise das demonstrações publicadas entre 2010 e 2018, o ponto inicial é justificado pela emissão da Instrução CVM nº 457, de julho de 2007, a qual determinou que as empresas listadas na B³ deveriam se adequar ao padrão IFRS até o final de 2010, portanto observou-se uma melhor padronização dos demonstrações referentes ao exercício de 2010 em diante, e o ponto final devido à necessidade de haver disponibilidade dos demonstrações durante a fase de coleta dos dados selecionados, entre junho e novembro de 2019. Também se convencionou que os dados fossem coletados nos relatórios financeiros anuais, por trazerem um maior volume de informações disponibilizadas pelas empresas.

A partir disso, recorreu-se à base de dados *Thomson Reuters/Refinitiv* para selecionar as empresas a serem analisadas. Inicialmente extraiu-se a população das empresas listadas que, dentro do período selecionado, ao menos apresentassem

dados de Ativo Total, o que levou a uma população de 316 empresas. Segundo Maroco (2007), a população teórica visa generalizar as conclusões obtidas a todo o conjunto de elementos – todas as empresas brasileiras de capital aberto – porém acaba sendo inviável obter todos os seus dados, por conta disso é comum a opção de selecionar um grupo mais restrito, ou seja, a população do estudo – neste caso todas as empresas listadas na B³. A TABELA 3 demonstra que alguns critérios foram estabelecidos para excluir as empresas que ora pudessem influenciar demasiadamente os resultados, ora não tivessem todos os dados necessários disponíveis.

TABELA 3 - CRITÉRIOS PARA SELEÇÃO DA POPULAÇÃO DO ESTUDO

Total de empresas listadas no período	316
(-) Empresas do setor financeiro	-40
(=) Total de empresas exceto setor financeiro	276
(-) Empresas que não negociaram ações ordinárias em todo o período	-14
(-) Empresas sem dados disponíveis	-9
(-) Empresas com patrimônio líquido negativo em todo o período	-11
(=) Total de empresas que compõem o painel desbalanceado	242
(-) Empresas com PL positivo e dados disponíveis apenas no período de 1 a 4 anos	-22
(=) Total de empresas com mínimo de 5 anos de PL positivo e dados disponíveis	207
(-) Empresas com PL positivo e dados disponíveis apenas no período de 5 a 8 anos	-56
(=) Total de empresas que compõem o painel balanceado	151

A opção pela exclusão das companhias do setor financeiro foi firmada em vista de um possível viés que pudessem gerar nas conclusões. Conforme Carvalho, Vieira, Ribeiro e Borges (2017), as empresas do setor financeiro possuem um alto índice de alavancagem, e assim podem impactar as medidas de alavancagem, como é o caso da medida adotada neste estudo para estrutura de capital (ECE). Admati e Hellwig (2019) explicaram que as companhias financeiras costumam recorrer mais ao endividamento para o financiamento de suas atividades, por isso o seu nível de alavancagem é significativamente mais alto do que os níveis de outras empresas.

Outros estudos também optaram por excluir as companhias do setor financeiro de suas amostras ou populações de estudo, tais quais Klann e Beuren (2011), ao identificarem as características que influenciaram o *disclosure* voluntário de indicadores contábeis de empresas listadas na B³; Islam e Khandaker (2015), ao estudarem decisões de alavancagem; Lima e Machado (2018), no estudo da influência

dos incentivos fiscais no valor adicionado; Ermel e Martelanc (2018), na investigação do impacto da primeira alavancagem sobre a estrutura de capital.

Ainda, foram excluídas da população de estudo as empresas com patrimônio líquido (PL) negativo durante todo o período estudado, bem como se optou por omitir as observações relativas a períodos com PL negativo, ao exemplo dos estudos de Bastos e Nakamura (2009); Bastos, Nakamura e Basso (2009); Teixeira, Nossa e Funchal (2011); Fonseca e Silveira (2016). A opção se deu em vista do viés que possa estar presente nos dados registrados, capaz de gerar distorções nos valores atribuídos a algumas das variáveis instrumentais testadas sob o método dos Mínimos Quadrados em Dois Estágios, especificamente as que empregam valores de patrimônio líquido. Para melhor ilustrar este efeito, toma-se como base a variável Retorno sobre o PL (Lucro Líquido / PL). Caso seja atribuído um valor positivo para o lucro líquido e um valor negativo para o PL, obtém-se um retorno negativo, o que representa uma distorção frente ao lucro auferido. Caso seja atribuído um valor negativo para o lucro líquido e um valor negativo para o patrimônio líquido, obtém-se um retorno positivo, o que igualmente seria uma distorção frente ao prejuízo auferido.

Finalmente, com base nas publicações de Fich e Shivdasani (2006); Barth *et al.* (2008); Kovach, Hora, Manikas e Patel (2015), bem como visando um maior número de observações, a população de estudo selecionada foi a de empresas com o mínimo de 5 anos de dados disponíveis, o que levou a 207 companhias. Barth *et al.* (2008) objetivaram verificar a associação entre aplicação de padrões internacionais de contabilidade e qualidade da informação contábil, então empregaram um painel de dados de 327 firmas entre os anos de 1990 e 2003, as quais tivessem pelo menos 4 anos de dados disponíveis. Fich e Shivdasani (2006) adentraram a questão da estrutura de governança corporativa ao analisar um painel de companhias que, entre os anos de 1989 e 1995, disponibilizassem dados na base *Compustat* por pelo menos 2 anos consecutivos; Kovach *et al.* (2015) investigaram o efeito do escopo operacional e da folga operacional sobre o desempenho de 3.857 empresas entre 1991 e 2013, sendo que admitiram ter empregado observações no período de 5 anos dentro do painel formado.

A coleta dos dados ocorreu mediante extração de dados da base *Thomson Reuters/Refinitiv*, bem como consulta e leitura dos formulários de referência, relatórios da administração, demonstrações financeiras e notas explicativas publicadas pelas companhias integrantes da população de estudo, disponíveis na seção “Consulta de

Documentos de Companhias Abertas” do *website* da CVM. Ao final da coleta dos dados, obteve-se 1.736 observações.

3.3 VARIÁVEIS DO ESTUDO

3.3.1 Variável dependente

A variável dependente constitui em métrica de qualidade da informação contábil e foi auferida com base na métrica de Barbosa (2014), por ter sido elaborada com uma robusta técnica qualitativa, de forma a refletir os achados dos estudos anteriores e as avaliações de profissionais que atuam no mercado financeiro.

Alguns pressupostos foram estabelecidos no decorrer das análises das publicações e tabulação das respostas às questões de Barbosa (2014), presentes na TABELA 1. Na questão nº 13, aceitou-se como indicadores de rentabilidade margem EBITDA, margem líquida, margem bruta, retorno sobre ativo (ROA), retorno sobre patrimônio líquido (ROE), retorno sobre investimento (ROI) e produtos da divisão entre lucros e receitas; em relação aos indicadores de liquidez, além de liquidez corrente, geral, seca e imediata, foram aceitos dívida líquida, caixa líquido, endividamento líquido, disponibilidade líquida e posição financeira líquida. Na questão nº 17, acatou-se o capital circulante líquido como uma medida de liquidez corrente, por este ser a diferença entre ativos e passivos circulantes.

Na questão nº 10, além das medidas de lucro econômico, contemplou-se a distribuição do valor adicionado com indicação da proporção destinada aos acionistas, porém não apenas considerando as informações evidenciadas na Demonstração do Valor Adicionado, cuja compulsoriedade de elaboração e apresentação consta no Pronunciamento Técnico CPC 09 – Demonstração do Valor Adicionado, mas a divulgação voluntária e mais didática no relatório da administração ou nas notas explicativas. Tal decisão está amparada pelo conceito de lucro advindo da Ciência Econômica, que se preocupa com a maximização da riqueza dos agentes econômicos – proprietários e *stakeholders* (Fuji, 2004).

Na questão nº 1, adotou-se a mesma resposta para todos os anos, baseada na informação mais recente sobre a presença de analistas de mercado, coletada nos *websites* das companhias. Na questão nº 6, considerou-se eventos que impactaram os mercados em termos de localização e setor, bem como *feedbacks* sobre

transações de fusões, aquisições e incorporações que tenham causado grande impacto sobre o capital social da empresa. Na questão nº 8, as oportunidades foram interpretadas como informações sobre aumento ou redução de participação em mercados, sejam retrospectivas ou futuras, investimentos em instalações com ampliação de capacidade produtiva ou modernização, ou gastos com desenvolvimento de novos produtos/serviços, ainda se considerou informações sobre aquisições de participações em outras empresas que aumentassem a participação no mercado ou permitissem a entrada em um novo mercado.

Com a finalidade de obter o índice de qualidade da informação contábil, após a tabulação dos dados relativos às questões, os pesos, atribuídos pela média do grau de concordância entre os analistas consultados, foram multiplicados pelas pontuações obtidas, de acordo com a seguinte equação (Barbosa, 2014):

$$MQIC_x = \frac{\sum_{k=1}^n p_{xk} w_k}{\sum_{k=1}^n p_k w_k} \times 100$$

Em que $MQIC_x$ representa a Métrica de Qualidade da Informação Contábil da empresa x , n é a quantidade de componentes k , p_{xk} é a pontuação p obtida pela empresa x no componente k , w_k é o peso w do componente k , e p_k é a pontuação p máxima do componente k .

3.3.2 Variável independente

Neste estudo, a variável independente constitui em estrutura de capital, auferida por meio da medida de estrutura de capital empregada por Kieschnick e Moussawi (2018), que trabalhou com a ideia de valor de mercado para capturar a proporção de capital de terceiros, pois reconheceu que medidas que recorrem a valores registrados na contabilidade não representam as escolhas de financiamentos, já que valores contábeis são originados do fechamento do balanço entre ativos e passivos mais patrimônio líquido. A medida obtém resultados de 0 a 1, assim, quando resulta em um número de 0 a 0,49, significa que há predominância de capital próprio, 0,5 que não há predominância de fonte de capital e 0,51 a 1 que há predominância de capital de terceiros:

$$ECE = \frac{TDLP + TDCP}{TDLP + TDCP + VMAO}$$

Em que *ECE* é a Estrutura de Capital da Empresa, *TDLP* representa o Total de Dívidas de Longo Prazo, *TDCP* é o Total de Dívidas de Curto Prazo, e *VMAO* representa o Valor de Mercado das Ações Ordinárias.

Adicionalmente, optou-se por empregar uma versão da fórmula que soma o valor de mercado das ações ordinárias com o das preferenciais, quando estas também forem negociadas. Isso se justifica pelo fato de que, dos 689 ativos localizados na B3 para o período em questão, 300 correspondiam a ações ordinárias e 154 a ações preferenciais, portanto identificou-se uma considerável presença das ações preferenciais no mercado das companhias abertas brasileiras. Dados da CVM (2019) demonstram que entre 2010 e 2018, das 88 ofertas primárias de ações, 5 (6%) foram compostas apenas por ações preferenciais e 8 (9%) foram compostas por ações preferenciais e ordinárias. Dessa forma, a medida resultante pode ser assim descrita:

$$ECE = \frac{TDLP + TDCP}{TDLP + TDCP + VMAO + VMAP}$$

Em que *ECE* é a Estrutura de Capital da Empresa, *TDLP* representa o Total de Dívidas de Longo Prazo, *TDCP* é o Total de Dívidas de Curto Prazo, *VMAO* representa o Valor de Mercado das Ações Ordinárias, e *VMAP* representa o Valor de Mercado das Ações Preferenciais.

3.3.3 Variáveis de controle

A TABELA 4 demonstra a lista de variáveis de controle da Métrica de Qualidade da Informação Contábil (MQIC), cujo respaldo teórico consta no Referencial Teórico do presente trabalho.

TABELA 4 - VARIÁVEIS DE CONTROLE DA MQIC

Variáveis	Operacionalização	Literatura de base
Participação acionária de investidores institucionais (<i>INVEST_INST</i>)	<i>Dummy</i> (1 SIM e 0 NÃO) - Presença de participação acionária dos investidores institucionais	Moura <i>et al.</i> (2017); Kim <i>et al.</i> (2018)
Negociação de ações em bolsa americana (<i>ADR</i>)	<i>Dummy</i> (1 SIM e 0 NÃO) - Negociação de <i>American Depositary Receipts</i> (ADRs)	Moura <i>et al.</i> (2017); Mazzioni & Klann (2016)
Presença de endividamento financeiro estrangeiro (<i>ENDIV_EST</i>)	<i>Dummy</i> (1 SIM e 0 NÃO) – Existência de conta do passivo com saldo de dívida contraída no exterior	Marques <i>et al.</i> (2017)
Reformulações de demonstrações (<i>REFORM</i>)	<i>Dummy</i> (1 SIM e 0 NÃO) - Registro de reapresentação de demonstrações financeiras anuais	Alfonso <i>et al.</i> (2018); Albring <i>et al.</i> (2013); Files <i>et al.</i> (2009)
Tamanho da empresa (<i>TAM</i>)	Logaritmo natural do ativo total	Queiroz & Almeida (2017)
Setor de atuação (<i>SETOR</i>)	Variável binária (0 ou 1)	Li & Islam (2019)

Salienta-se que este estudo categorizou como investidores institucionais os fundos de pensão, fundos mútuos, fundos de empregados, companhias de seguros e instituições financeiras ligadas a bancos de investimentos, tais quais financeiras, não financeiras e fundos de investimentos (Cia, Guarita & Cia, 2002), o que inclui gestores de patrimônios/ativos.

De maneira geral, em relação às variáveis de controle e à variável dependente, como limitações da coleta dos dados, ressalta-se que a captura da presença de investidores institucionais foi feita nos formulários de referências, especificamente na seção que trata da composição acionária, e como não havia abertura de todo o quadro de acionistas, foi possível apenas constatar quando havia alguma participação relevante; foi adotada a *proxy* das reapresentações de demonstrações para a variável de reformulações por ser a informação disponível nos demonstrações, e pelo fato de nem sempre ficar claro se ocorreram ou não mudanças nos números apresentados; a questão nº 12 da métrica de qualidade da informação contábil não delimita quantos exercícios anteriores deveriam ser considerados, por isso foi empregado o critério de um ou mais períodos anteriores.

3.4 MODELO ECONOMÉTRICO

A partir da definição das variáveis e medidas, foi possível chegar ao modelo econométrico aplicado na etapa de análise dos dados.

$$MQIC_{it} = \alpha_0 + \beta_1 CAP_PROP_{it} + \beta_2 INVEST_INST_{it} + \beta_3 ADR_{it} + \beta_4 ENDIV_EST_{it} + \beta_5 REFORM_{it} + \beta_6 TAM_{it} + \beta_7 SETOR_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

Em que *MQIC* representa a Métrica de Qualidade da Informação Contábil, *CAP_PROP* representa a predominância de capital próprio, *INVEST_INST* indica a participação de investidores institucionais no capital da empresa, *ADR* indica a emissão de *American Depositary Receipts*, *ENDIV_EST* indica a existência de endividamento financeiro estrangeiro, *REFORM* aponta se houve registro de reapresentação de demonstrações, *TAM* é o tamanho da empresa e *SETOR* é o setor de atuação da empresa.

Dentro do modelo econométrico, a *Predominância de capital próprio* (*CAP_PROP*) foi concebida como uma variável *dummy*, cujos valores foram baseados na medida de estrutura de capital de Kieschnick e Moussawi (2018), *ECE* (*Estrutura de Capital da Empresa*). A variável dependente foi constituída em *dummy* a exemplo do trabalho de Julio e Yook (2012), publicado no *The Journal of Finance*, da *American Finance Association*.

Assim, para valores de *ECE* entre 0 e 0,49 – predominância de capital próprio – convencionou-se atribuir o valor 1 (*dummy*) e entre 0,51 e 1 – predominância de capital de terceiros – convencionou-se atribuir o valor 0 (*dummy*). Após a coleta dos dados de *ECE*, atestou-se que, para todos os anos em questão, as empresas apresentaram valores correspondentes a 0; 0,99; e 1. Nenhum valor diferente destes foi registrado.

Em relação ao modelo econométrico como um todo, a técnica estatística selecionada para testagem foi Dados em Painel, com recorrência ao método dos Mínimos Quadrados Ordinários – ou MQO (Hsiao, 2014). Com a finalidade de garantir a robustez dos testes e tratar da endogeneidade entre as variáveis dependente e independente, também foi empregado o método dos Mínimos Quadrados em Dois Estágios (Wooldridge, 2010) – ou MQ2E. Os *softwares* selecionados para a etapa de análise estatística foram o IBM® SPSS® Statistics e o Stata® Statistics/Data Analysis.

3.5 HIPÓTESES ESTATÍSTICAS

Optou-se por trabalhar com hipóteses complementares por estas permitirem que, com base nas observações a respeito da população, seja possível quantificar a incerteza associada à decisão da validade de uma ou outra, de modo a constatar qual das duas pode ser considerada verdadeira (Angelini, 2019). A hipótese nula e a hipótese alternativa são traduzidas em hipóteses complementares e mutuamente

exclusivas (Angelini, 2019; Casella & Berger, 2001). Lu, Ding e Dasgupta (2015) ressaltam que para se avaliar o poder dos testes estatísticos, é necessário construir os dois tipos de hipóteses.

Assim sendo, a hipótese teórica nº 1 assume que há uma relação positiva entre qualidade da informação contábil e predominância de capital próprio, o que se traduz nas seguintes hipóteses estatísticas:

$$H0_1: \beta_1 \leq 0$$

$$H1_1: \beta_1 > 0$$

A hipótese teórica nº 2 assume que exista uma relação entre qualidade da informação contábil e predominância de capital de terceiros, sem definir que esta relação seja positiva ou negativa. Apesar de o Modelo (1) não trazer uma variável específica para este tipo de estrutura de capital, a atribuição do valor 0 para a *dummy* *CAP_PROP* indica a predominância de capital de terceiros. Assim sendo, é possível utilizar seu coeficiente para a testagem da segunda hipótese teórica, que se traduz nas seguintes hipóteses estatísticas:

$$H0_2: \beta_1 = 0$$

$$H1_2: \beta_1 \neq 0$$

Conforme relatado no Referencial Teórico, assume-se que possa existir simultaneidade entre qualidade da informação contábil e predominância de capital próprio, isto é, que exista um viés de endogeneidade advinda da correlação entre a variável independente e o termo de erro da equação do Modelo (1). A endogeneidade foi verificada pelo Teste de Hausman³, que assumiu as seguintes hipóteses estatísticas:

$$H0_3: corr(CAP_PROP, \varepsilon_{it}) = 0$$

$$H1_3: corr(CAP_PROP, \varepsilon_{it}) \neq 0$$

3.6 ENDOGENEIDADE

No que concerne à técnica de MQO, adotada para esta pesquisa, Wooldridge (2010) definiu quatro hipóteses para garantir que os estimadores de MQO não sejam enviesados. A 1ª hipótese (H1) especifica o modelo populacional, que é escrito como

³ O Teste de Hausman diagnosticou a presença de endogeneidade. Posteriormente, este viés foi tratado e atenuado por meio da técnica dos Mínimos Quadrados em Dois Estágios (MQ2E).

$y = \beta_0 + \beta_1 x_1 + \beta_2 x_2 + \dots + \beta_k x_k + u$, em que $\beta_0, \beta_1, \dots, \beta_k$ são os parâmetros desconhecidos (constantes) de interesse, e u é um erro aleatório não observável.

A 2ª hipótese (H2) destaca a amostra aleatória de n observações $\{(x_{i1}, x_{i2}, \dots, x_{ik}, y_i) : i = 1, 2, \dots, n\}$, do modelo populacional de H1, então, para uma observação extraída aleatoriamente da população, tem-se $y_i = \beta_0 + \beta_1 x_{i1} + \beta_2 x_{i2} + \dots + \beta_k x_{ik} + u_i$, e como o MQO escolhe as estimativas de intercepto e inclinação de uma amostra particular, os resíduos devem ter como média zero, bem como a correlação amostral entre cada variável independente e os resíduos deve ser zero. A 3ª hipótese (H3) delimita que não haja relações lineares exatas entre as variáveis independentes, portanto, caso uma variável independente do modelo de H1 seja uma combinação linear exata de outras variáveis independentes, este não pode ser estimado por MQO. Saliencia-se que H3 apenas rejeita determinados relacionamentos entre as variáveis independentes, não tratando do relacionamento destas com o termo de erro u .

Por seu turno, a 4ª hipótese (H4) impõe a restrição de que o erro u tenha um valor esperado igual a zero, independentemente dos valores que as variáveis explicativas assumam, ou melhor, que $E(u|x_1, x_2, \dots, x_k) = 0$. Destarte, H4 não é sustentada quando u é correlacionado com uma variável explicativa, o que se manifesta em três tipos de casos: é omitido um ou mais fatores importantes que se correlacionam com qualquer uma das variáveis x_1, x_2, \dots, x_k – viés de variável omitida; uma ou mais variáveis explicativas são medidas incorretamente – viés de problema de erro de medida; e uma ou mais variáveis explicativas são determinadas conjuntamente com y – viés de simultaneidade (Wooldridge, 2010).

De maneira geral, Wooldridge (2010) explicou que quando H4 não é rejeitada, as variáveis explicativas são consideradas exógenas, por outro lado, na ocorrência de x_j ser correlacionada com u , x_j é considerada uma variável explicativa endógena, e se evidencia o problema da endogeneidade.

3.6.1 Viés de variável omitida

O modelo é subespecificado quando uma variável que pertence ao modelo populacional é omitida. Wooldridge (2010) demonstra este viés ao partir do modelo populacional $y = \beta_0 + \beta_1 x_1 + \beta_2 x_2 + u$, que pela omissão de x_2 conduz à equação

$\tilde{y} = \tilde{\beta}_0 + \tilde{\beta}_1 x_1$. Pelo modelo populacional original, a derivação do valor esperado de $\tilde{\beta}_1$ traz o relacionamento algébrico $\tilde{\beta}_1 = \hat{\beta}_1 + \hat{\beta}_2 \tilde{\delta}_1$, em que $\hat{\beta}_1$ e $\hat{\beta}_2$ são os estimadores de inclinação da regressão múltipla y_i sobre $x_{i1}, x_{i2}, i = 1, \dots, n$ e $\tilde{\delta}_1$ é a inclinação da regressão simples x_{i2} sobre $x_{i1}, i = 1, \dots, n$. Como o modelo original satisfaz as quatro hipóteses listadas anteriormente, $\hat{\beta}_1$ e $\hat{\beta}_2$ originalmente não seriam enviesados por β_1 e β_2 , de maneira que o valor esperado $E(\tilde{\beta}_1) = \beta_1 + \beta_2 \tilde{\delta}_1$, contudo, a omissão de x_2 cria um viés definido por $\text{Viés}(\tilde{\beta}_1) = E(\tilde{\beta}_1) - \beta_1 = \beta_2 \tilde{\delta}_1$. Este viés pode ser suavizado pela utilização de uma *proxy* que possa representar adequadamente a variável não observada (Wooldridge, 2010).

3.6.2 Viés de problema de erro de medida

Em um modelo representado por $y = \beta_0 + \beta_1 x_1^* + \beta_2 x_2 + u$, y e x_2 são observados, mas x_1^* não é observado, x_i constitui-se como uma medida observada de x_1^* : $x_1 = x_1^* + e_1$, todavia, a correlação entre x_1 e o termo de erro e_1 faz com que apareça uma inconsistência no MQO, traduzida pela equação $y = \beta_0 + \beta_1 x_1 + \beta_2 x_2 + (u - \beta_1 e_1)$ e com possibilidade de ser amenizada pela obtenção de uma segunda estimação de x_1^* , ou pelo emprego de uma variável instrumental (Wooldridge, 2010).

3.6.3 Viés de simultaneidade

A simultaneidade é presente quando, em um modelo definido por $y_i = \beta_0 + \beta_1 x_i + e_i$, a variável y causa a variável x e simultaneamente a variável x causa a variável y , assim, x_i não é exógena e se correlaciona com o termo de erro e_i , tornando o coeficiente β_1 inconsistente (Antonakis, Bendahan, Jacquart & Lalive, 2010).

Para que se obtenha estimadores consistentes, de maneira a atenuar o viés da simultaneidade, o método dos MQO dá lugar ao método dos Mínimos Quadrados em Dois Estágios (MQ2E) e ao método das Variáveis Instrumentais (VI) (Gujarati, 2006; Antonakis *et al.*, 2010). Não obstante, antes de se adotar estas técnicas, é crucial o julgamento sobre as variáveis serem endógenas ou exógenas, além da aplicação do teste de especificação de Hausman, visto que na ausência do pressuposto da simultaneidade tais métodos não trazem estimativas eficientes (Gujarati, 2006).

3.6.4 Método dos Mínimos Quadrados em Dois Estágios

Conforme dito na seção anterior, na ocorrência da simultaneidade, é possível atenuá-la com a aplicação do método MQ2E. Por meio de duas aplicações sucessivas de MQO, este método ajuda a encontrar uma variável instrumental para a variável endógena em questão, a qual deve apresentar alta correlação com a variável endógena e ao mesmo tempo não ser correlacionada com o termo de erro (Gujarati, 2006).

Originalmente, o MQ2E é aplicado com a combinação linear das variáveis predeterminadas no modelo populacional, a qual origina uma variável explanatória. Depois, dentro do próprio modelo, ocorre a substituição da variável endógena pela nova variável explanatória, procedimento este que é semelhante ao método de estimação da variável instrumental (VI) – pelo VI, é feita a substituição da variável endógena por uma variável instrumental (Gujarati, 2006).

Sob outro ponto de vista, Bascle (2008) demonstra que o MQ2E pode funcionar como estimador para as próprias variáveis instrumentais, exemplificando com o modelo $Y_i = \beta_0 + \beta_1 X_i + \beta_2 W_{li} + \dots + \beta_{1+r} W_{ri} + u_i$, em que Y_i é uma observação da variável dependente, X_i é uma observação da variável endógena explicativa, $W_{li} + \dots + W_{ri}$ são observações de cada um dos regressores exógenos, e Z_i se constitui como uma variável instrumental, ou instrumento. No primeiro estágio, o regressor endógeno é regredido sobre o instrumento, de forma a isolar a variação em X_i que não é correlacionada com u_i . O valor ajustado resultante, representado por \hat{X}_i , é então empregado no segundo estágio e substitui o regressor endógeno X_i . Assim, a regressão do primeiro estágio é traduzida na equação $X_i = \pi_0 + \pi_1 Z_{li} + \dots + \pi_m Z_{mi} + \pi_{m+1} W_{li} + \dots + \pi_{m+r} W_{ri} + v_i$ e a regressão do segundo estágio na equação $Y_i = \beta_0 + \beta_1 \hat{X}_i + \beta_2 W_{li} + \dots + \beta_{1+r} W_{ri} + u_i$.

O tratamento indicado por Bascle (2008) foi adotado neste trabalho, a fim de atenuar a endogeneidade por viés de simultaneidade, que foi evidenciada teoricamente e empiricamente, mediante a aplicação do Teste de Hausman. As variáveis consideradas para instrumentar a variável endógena *CAP_PROP* foram, além das indicadas pela revisão bibliográfica e listadas na TABELA 5, também

PL/Ativo Total, *ROA* (Lucro Líquido/Ativo Total), *ROE* (Lucro Líquido/PL), *Logaritmo natural do PL* e *Distribuição de dividendos* (Valor dos dividendos/Ativo Total).

TABELA 5 - VARIÁVEIS INSTRUMENTAIS PARA *CAP_PROP*

Variáveis instrumentais	Operacionalização	Literatura de base
Tamanho da empresa (<i>TAM</i>)	Logaritmo natural do ativo total	Bittencourt & Albuquerque (2018); Martins & Terra (2015)
Tangibilidade (<i>TANG</i>)	Razão entre imobilizado total e ativo total	Bittencourt & Albuquerque (2018); Martins & Terra (2015); Kumar <i>et al.</i> (2017); Moradi & Paulet (2019)
Rentabilidade (<i>RENT</i>)	Razão entre lucro antes das despesas com juros e impostos, e ativo total	Bittencourt & Albuquerque (2018); Kumar <i>et al.</i> (2017); Moradi & Paulet (2019); Hang <i>et al.</i> (2018)
Liquidez (<i>LIQ</i>)	Índice de liquidez corrente (razão entre ativo circulante e passivo circulante)	Bittencourt & Albuquerque (2018); Kumar <i>et al.</i> (2017); Moradi & Paulet (2019)
Maturidade das dívidas (<i>MATUR</i>)	Razão entre dívidas de longo prazo e total das dívidas	Martins & Terra (2015); Kumar <i>et al.</i> (2017)
Período de crise econômica (<i>CRISE</i>)	<i>Dummy</i> (1 SIM e 0 NÃO) – No ano corrente, o Brasil passava por crise econômica?	Dangl & Zechner (2016); Póvoa & Nakamura (2015)
Participação acionária de investidores institucionais (<i>INVEST_INST</i>)	<i>Dummy</i> (1 SIM e 0 NÃO) - Emissão de <i>American Depositary Receipts</i> (ADRs)	Moradi & Paulet (2019)

4 DESCRIÇÃO E ANÁLISE DOS RESULTADOS

4.1 PROTOCOLO DE ANÁLISE

A TABELA 6 traz a relação de testes estatísticos aplicados para testagem do Modelo (1).

TABELA 6 - PROTOCOLO DE ANÁLISE DO MODELO (1)

Aspecto verificado	Teste aplicado
Estatísticas descritivas das variáveis não-binárias	Cálculos de média, desvio-padrão, valores máximo e mínimo
Frequências das variáveis binárias	Tabela de frequências
Normalidade das distribuições	Testes de Kolmogorov-Smirnov e Shapiro-Wilk
Correlações entre as variáveis	Matriz de correlações
Diagnóstico de autocorrelação	Teste de Wooldridge
Diagnóstico de heterocedasticidade	Teste de Wald
Modelo econométrico	Regressões lineares univariada e multivariada
Escolha entre painel de efeitos aleatórios, fixos ou <i>between</i>	Testes de Chow, Hausman e LM de Breusch-Pagan
Painel de dados	Regressões por MQO com efeito fixo de setor e com efeito fixo de empresa
Diagnóstico de endogeneidade	Teste de Hausman
Tratamento de endogeneidade	MQ2E e teste de qualidade do instrumento

4.2 DESCRIÇÃO DOS RESULTADOS

4.2.1 Estatísticas descritivas

A TABELA 7 traz as estatísticas descritivas das variáveis não-binárias do Modelo (1), tais quais *MQIC* (Métrica de Qualidade da Informação Contábil) e *TAM* (Tamanho da empresa).

TABELA 7 - ESTATÍSTICAS DESCRITIVAS DAS VARIÁVEIS NÃO-BINÁRIAS

Item	<i>MQIC</i>	<i>TAM</i>
Média	0,69497	21,80224909
Desvio Padrão	0,10435	1,738490701
Valor Máximo	0,95000	27,52581059
Valor Mínimo	0,17000	16,54649573

Os valores apresentados na TABELA 7 demonstram que a média da *MQ/C* foi de 0,7. Logo, considerando que o índice vai de 0 a 1, o valor médio pode ser considerado regular, visto que está apenas 0,2 pontos acima da média 0,5. O desvio-padrão de 0,10 revelou baixa dispersão em relação à média, apesar do valor máximo de 0,95 e do valor mínimo de 0,17. Semelhantemente, a variável *TAM* obteve baixa dispersão em relação à média.

As frequências referentes às variáveis binárias estão constantes na TABELA 8 e abrangem as 1.736 observações efetuadas, com exceção da variável *SETOR* (Setor de atuação), cujas frequências foram calculadas sobre o número total de empresas (207), uma vez que seus valores são fixos em todo o período estudado.

TABELA 8 - FREQUÊNCIAS DAS VARIÁVEIS BINÁRIAS

<i>CAP_PROP</i>			
Com predominância de capital de terceiros		93%	
Com predominância de capital próprio		7%	
<i>INVEST_INST</i>		<i>SETOR</i>	
Com participação acionária de investidores institucionais	71%	Serviços de Comunicações (Setor 1)	3%
Sem participação acionária de investidores institucionais	29%	Consumo Discricionário (Setor 2)	25%
<i>ADR</i>		Consumo Básico (Setor 3)	7%
Com negociação de ações em bolsa americana	8%	Energia (Setor 4)	3%
Sem negociação de ações em bolsa americana	92%	Serviços de Saúde (Setor 5)	4%
<i>ENDIV_EST</i>		Indústria (Setor 6)	16%
Com endividamento financeiro estrangeiro	38%	Tecnologia da Informação (Setor 7)	3%
Sem endividamento financeiro estrangeiro	63%	Materiais (Setor 8)	12%
<i>REFORM</i>		Imobiliário (Setor 9)	7%
Com reformulações de demonstrações	38%	Serviços (Setor 10)	19%
Sem reformulações de demonstrações	62%	Total	100%

A partir da TABELA 8, percebe-se que dentro das 1.736 observações efetuadas, prevaleceu a predominância de capital de terceiros (93%); a participação acionária de investidores institucionais (71%); assim como a ausência de negociação de ações em bolsa americana (92%), de endividamento financeiro estrangeiro (63%) e de reformulações de demonstrações (62%). No tocante ao setor de atuação, das 207 empresas, 72% estão concentradas nas áreas de Consumo Discricionário (25%), Serviços (19%), Indústria (16%) e Materiais (12%).

4.2.2 Normalidade dos resíduos e correlações entre as variáveis

Os testes de Kolmogorov-Smirnov e Shapiro-Wilk obtiveram como resultado a ausência de normalidade de resíduos dos conjuntos de dados coletados para todas as variáveis do Modelo (1). Relembrando Wooldridge (2016), a ausência do pressuposto da normalidade de resíduos é minimizada quando a amostra possui mais de 30 observações. Por isso, mesmo na presença de distribuições não normais, aplicou-se as técnicas dos modelos longitudinais de regressão para dados em painel, com modelos longitudinais lineares (Fávero & Belfiore, 2017).

A TABELA 9 explicita as correlações entre as variáveis do Modelo (1) e seus respectivos p-valores. Esta análise prévia à aplicação das técnicas de MQO e dados em painel identificou uma relação significativamente negativa entre *MQIC* e *CAP_PROP*.

TABELA 9 - MATRIZ DE CORRELAÇÕES

	<i>MQIC</i>	<i>CAP_PROP</i>	<i>INVEST_INST</i>	<i>ADR</i>	<i>ENDIV_EST</i>	<i>REFORM</i>	<i>TAM</i>
<i>MQIC</i>	1						
Sig. (bi-caudal)							
<i>CAP_PROP</i>	-,333**	1					
Sig. (bi-caudal)	,000						
<i>INVEST_INST</i>	,246**	-,068**	1				
Sig. (bi-caudal)	,000	,005					
<i>ADR</i>	,228**	-,082**	-,011	1			
Sig. (bi-caudal)	,000	,001	,643				
<i>ENDIV_EST</i>	,212**	-,215**	,020	,144**	1		
Sig. (bi-caudal)	,000	,000	,403	,000			
<i>REFORM</i>	,041	-,003	,039	-,001	,037	1	
Sig. (bi-caudal)	,089	,913	,103	,953	,120		
<i>TAM</i>	,540**	-,360**	,164**	,505**	,247**	,089**	1
Sig. (bi-caudal)	,000	,000	,000	,000	,000	,000	

4.2.3 Diagnósticos de autocorrelação e heterocedasticidade

Com a finalidade de verificar a presença de autocorrelação e heterocedasticidade nas distribuições das variáveis do Modelo (1), foram aplicados os testes de Wooldridge e Wald, respectivamente. Conforme a dinâmica destes testes, ao se rodar a função de regressão populacional, a autocorrelação é constatada quando os termos de erro (u_t) são correlacionados, enquanto que a

heterocedasticidade é presente quando os termos de erro dos indivíduos da população (u_i) não possuem a mesma variância (Gujarati, 2006).

Como foi diagnosticada a presença tanto de autocorrelação quanto de heterocedasticidade, optou-se por seguir a recomendação de Gujarati (2006) e empregar as estimações MQO e MQ2E juntamente com erros-padrão robustos.

4.2.4 Resultados de regressões univariada/multivariada, painéis e estimação MQ2E

Por meio da técnica MQO e da estimação MQ2E, ambas com erros-padrão robustos, os testes do Modelo (1) abrangeram regressões e painéis com diferentes especificações. Os resultados das regressões univariada/multivariada e do painel de dados com efeitos fixos de setor constam na TABELA 10.

TABELA 10 - RESULTADOS DAS REGRESSÕES E PAINEL COM EFEITOS FIXOS DE SETOR

		<i>MQIC</i>		
Variáveis independentes		(1)	(2)	(3)
<i>CAP_PROP</i>	coeficiente	-0,1348722	-0,0585405	-0,0531695
	p-valor	0,000	0,000	0,000
	estatística T	-10,86	-5,11	-4,57
<i>INVEST_INST</i>	coeficiente	-	0,0370246	0,0373923
	p-valor	-	0,000	0,000
	estatística T	-	7,41	7,22
<i>ADR</i>	coeficiente	-	-0,0091115	-0,0050399
	p-valor	-	0,269	0,572
	estatística T	-	-1,11	-0,57
<i>ENDIV_EST</i>	coeficiente	-	0,0148096	0,0127788
	p-valor	-	0,000	0,001
	estatística T	-	3,75	3,22
<i>REFORM</i>	coeficiente	-	-0,0019259	-0,0026480
	p-valor	-	0,647	0,523
	estatística T	-	-0,46	-0,64
<i>TAM</i>	coeficiente	-	0,0274802	0,0277121
	p-valor	-	0,000	0,000
	estatística T	-	15,82	15,81
<i>Dummy de SETOR</i>		NÃO	NÃO	SIM
Intercepto		0,7046082	0,0694735	0,043574
R ²		0,1109	0,3437	0,3651
Teste F		F(1, 1734) = 117,87	F(6, 1729) = 84,92	F(15, 1720) = 38,16
Prob > F		0,0000	0,0000	0,0000
Amostra (n)		1736	1736	1736

LEGENDA: (1) Regressão univariada; (2) Regressão multivariada; (3) Painel de dados com efeito fixo de setor

Em um nível de confiança de 1%, os p-valores dos testes que constam na TABELA 10 demonstraram a existência de significância na relação entre *MQIC* e *CAP_PROP*, e os coeficientes de *CAP_PROP* revelaram uma relação negativa entre ambas as variáveis. Além disso, o R² representa a qualidade de ajustamento do Modelo (1) em uma escala de 0%-100%, indicando que houve melhora com a utilização da *dummy* de setor, ao se comparar a 2ª especificação (34,37%) com a 3ª especificação (36,51%). Os valores do teste F rejeitaram a hipótese nula de que os coeficientes de todas as variáveis independentes são iguais a zero.

Objetivando maior robustez dos resultados do Modelo (1), após a realização dos testes iniciais, com a aplicação do Teste de Hausman foi possível verificar estatisticamente se existe um viés de endogeneidade (simultaneidade) entre *MQIC* e *CAP_PROP*. Em níveis de significância de 5% e 1%, respectivamente, o p-valor do

escore robusto do qui-quadrado chegou a 0,0455 e o p-valor do teste F da regressão robusta foi de 0,0089, rejeitando a hipótese nula de que as variáveis são exógenas. Portanto, o viés de endogeneidade foi comprovado estatisticamente, de sorte que foi rejeitada a hipótese estatística $H0_3$ e não foi rejeitada $H1_3$.

A partir disso, recorreu-se à estimação MQ2E. O primeiro passo foi buscar por uma variável que pudesse instrumentar *CAP_PROP* e desta forma atenuar o viés de endogeneidade. A seção 3.6.4 – Método dos Mínimos Quadrados em Dois Estágios, do capítulo de Metodologia, listou as variáveis instrumentais que foram testadas. Dentre todas, a única que possui alta correlação com a variável endógena, não está correlacionada com o termo de erro (Gujarati, 2006) e melhorou a significância estatística da relação entre as variáveis dependente e independente foi *LIQ* (liquidez). Os resultados da estimação MQ2E com *CAP_PROP* instrumentada por *LIQ* estão relacionados na TABELA 11, lembrando que foram empregados os erros-padrão robustos.

TABELA 11 - RESULTADOS DO PAINEL DE DADOS COM ESTIMAÇÃO MQ2E

		MQIC	
Variáveis independentes		Estimação MQ2E	
<i>CAP_PROP</i>, <i>instrumentada por LIQ</i>	coeficiente	-0,1779604	-0,1679588
	p-valor	0,003	0,005
	estatística Z	-2,99	-2,79
<i>INVEST_INST</i>	coeficiente	0,0370793	0,0372106
	p-valor	0,000	0,000
	estatística Z	7,02	6,98
<i>ADR</i>	coeficiente	0,0067900	0,0118016
	p-valor	0,534	0,334
	estatística Z	0,62	0,97
<i>ENDIV_EST</i>	coeficiente	0,0060668	0,0041352
	p-valor	0,298	0,487
	estatística Z	1,04	0,69
<i>REFORM</i>	coeficiente	0,0004893	-0,0007334
	p-valor	0,914	0,868
	estatística Z	0,11	-0,17
<i>TAM</i>	coeficiente	0,0203947	0,0206594
	p-valor	0,000	0,000
	estatística Z	5,40	5,30
<i>Dummy de SETOR</i>		NÃO	SIM
Intercepto		0,2335219	0,2036654
R ²		0,2709	0,2995
Qui-quadrado de Wald		Wald Qui ² (6) = 458,18	Wald Qui ² (15) = 512,78
Prob > Qui-quadrado		0,0000	0,0000
Amostra (n)		1736	1736

Em um nível de confiança de 1%, os p-valores e coeficientes da variável *CAP_PROP* – instrumentada por *LIQ* – permitem concluir que com os efeitos fixos de setor há uma relação significativamente negativa entre *CAP_PROP* e *MQIC*, portanto H_{01} e H_{12} não foram rejeitadas, ao passo que H_{11} e H_{02} foram rejeitadas. O R^2 do painel com efeito fixo de setor ficou em 29,95% e foi fortemente rejeitada a hipótese nula de que os coeficientes de todas as variáveis independentes são iguais a zero. Sublinha-se que as variáveis de controle *ADR*, *ENDIV_EST* e *REFORM* não alcançaram a significância estatística no Modelo (1).

Em complementação aos resultados da TABELA 11, a TABELA 12 destaca que para todos os setores elencados, a maior frequência de predominância de capital de terceiros é acompanhada de maiores médias e valores máximos de *MQIC*.

TABELA 12 - ESTATÍSTICAS DESCRITIVAS POR SETOR

Setor	Predominância de capital de terceiros					Predominância de capital próprio				
	Frequência	Média	Vlr. mínimo	Vlr. máximo	Desvio-padrão	Frequência	Média	Vlr. mínimo	Vlr. máximo	Desvio-padrão
Serviços de Comunicações	54	0,70	0,37	0,87	0,13	2	0,46	0,46	0,46	0,00
Consumo Discricionário	392	0,70	0,26	0,88	0,10	38	0,54	0,26	0,72	0,14
Consumo Básico	125	0,73	0,51	0,91	0,07	0	-	-	-	-
Energia	47	0,75	0,50	0,83	0,06	2	0,68	0,59	0,76	0,12
Serviços de Saúde	64	0,68	0,39	0,80	0,12	9	0,65	0,59	0,68	0,03
Indústria	250	0,70	0,35	0,95	0,10	25	0,58	0,34	0,72	0,12
Tecnologia da Informação	57	0,70	0,39	0,76	0,06	2	0,64	0,59	0,68	0,06
Materiais	204	0,68	0,34	0,86	0,11	12	0,54	0,37	0,83	0,16
Imobiliário	100	0,67	0,21	0,80	0,09	24	0,56	0,17	0,72	0,18
Serviços	319	0,73	0,49	0,85	0,06	10	0,63	0,50	0,72	0,06

Adicionalmente, seguindo recomendação de Wooldridge (2010), foi aplicado o teste de verificação dos valores críticos da caracterização de instrumentos fracos de Stock e Yogo (2005). A estatística de mínimo autovalor resultou em 131,086 e ficou acima dos valores críticos pré-definidos por Stock e Yogo (2005), o que levou a rejeitar a hipótese nula de que o instrumento L/Q é fraco. Consequentemente, os resultados obtidos com a estimação MQ2E são confiáveis, porém com uma certa limitação, detalhada na próxima seção (4.2.5 – Resultados do painel de efeitos fixos por empresa).

4.2.5 Resultados do painel de efeitos fixos por empresa

A metodologia tradicional dos dados em painel possui como premissa a aplicação dos testes de Chow, Hausman e LM de Breusch-Pagan para determinar o tipo de efeito mais adequado ao painel, que pode ser aleatório, fixo ou *between* (Fávero & Belfiore, 2017). A operacionalização destes testes para o Modelo (1) evidenciou que o painel de efeitos fixos é o mais indicado.

Teoricamente também se confirma que os efeitos fixos são preferíveis. Isso porque a escolha do tipo de efeito também depende do contexto dos dados, a maneira pela qual são coletados e o ambiente do qual vieram, isto posto, se um experimento envolve centenas de indivíduos que são considerados uma amostra aleatória de uma grande população, os efeitos aleatórios são mais apropriados (Hsiao, 2014). No caso do presente estudo, os dados não foram coletados de uma amostra aleatória de uma população, mas abrangem a totalidade da população de estudo. Tendo esta definição, foram efetuados os testes do painel com efeitos fixos por indivíduo, ou seja, por empresa, e erros-padrão robustos. Os resultados estão relacionados na TABELA 13.

TABELA 13 - RESULTADOS DO PAINEL DE EFEITOS FIXOS POR EMPRESA

		<i>MQIC</i>	
Variáveis independentes		Painel com efeitos fixos de empresa	
<i>CAP_PROP</i>	coeficiente	-0,0115692	-0,0115692
	p-valor	0,394	0,394
	estatística T	-0,85	-0,85
<i>INVEST_INST</i>	coeficiente	0,0098251	0,0098251
	p-valor	0,092	0,092
	estatística T	1,69	1,69
<i>ADR</i>		<i>omitida por questão de colinearidade</i>	
<i>ENDIV_EST</i>	coeficiente	-0,0014262	-0,0014262
	p-valor	0,781	0,781
	estatística T	-0,28	-0,28
<i>REFORM</i>	coeficiente	0,0011034	0,0011034
	p-valor	0,634	0,634
	estatística T	0,48	0,48
<i>TAM</i>	coeficiente	0,0168594	0,0168594
	p-valor	0,001	0,001
	estatística T	3,22	3,22
<i>Dummy de SETOR</i>		NÃO	SIM, porém omitida por questão de colinearidade
Intercepto		0,3213151	0,3213151
R ² within		0,0313	0,0313
R ² between		0,3645	0,3645
R ² overall		0,3207	0,3207
Teste F		F(5,206) = 3,69	F(5,206) = 3,69
Prob > F		0,0032	0,0032
Amostra (n)		1736	1736

A leitura da TABELA 13 permite entender que, apesar de anteriormente o Modelo (1) ter suportado os efeitos fixos por setor, o p-valor da variável *CAP_PROP* revela que o modelo não suportou os efeitos fixos por empresa. Logo, entende-se que a heterogeneidade das empresas da população afetou a significância da relação entre *MQIC* e *CAP_PROP*. Ao se optar pela utilização das *dummies* por empresa, por mais que as companhias possuam diferentes valores de *MQIC*, não se pode afirmar que *CAP_PROP* influencia *MQIC* de maneira diferenciada.

Dentre todas as variáveis pertencentes ao Modelo (1), apenas *TAM* (tamanho da empresa) alcançou a significância estatística dentro do nível de confiança de 1%, em uma relação positiva com *MQIC*.

No que concerne à relação entre *MQIC* e *CAP_PROP*, como tentativa de se obter p-valores significantes, buscou-se alternativas de tratamento dos dados.

Inicialmente, foi feito o teste dos *outliers* multivariados (Teste de Distância de Mahalanobis). Contudo, ao se excluir as observações que apresentaram *outliers* e rodar novamente o painel com efeitos fixos de empresa, não se obteve uma relação significativa entre as variáveis dependente e independente.

Ainda, procurou-se substituir a variável *CAP_PROP* por uma *dummy* originada de outra medida de alavancagem (Total das dívidas/Ativo Total), indicada pelos autores Nakamura, Forte, Martin, Manoel, Costa, Castilho & Amaral (2007). Mas o emprego desta variável alternativa também não melhorou a significância do painel.

Finalmente, é necessário fazer algumas considerações sobre o modelo de efeitos fixos, considerado uma técnica demasiadamente rigorosa para se verificar a relação entre as variáveis de um estudo. Segundo Bell e Jones (2015), esta técnica analisa as diferenças ao longo do tempo controlando de maneira absoluta a variância de alto nível, desta forma, são desconsideradas as características específicas de unidades de alto nível, as quais trazem uma ampla quantidade de informações importantes. O critério é tão rigoroso que impossibilita a mensuração dos efeitos das variáveis que não variam ao longo do tempo, já que todos os graus de liberdade de alto nível são consumidos (Bell & Jones, 2015), como é o caso de *MQIC* e *CAP_PROP*. As distribuições de frequências destas variáveis, presentes nas FIGURAS 3 e 4, comprovam essa característica.

FIGURA 3 - DISTRIBUIÇÃO DE FREQUÊNCIA DE MQIC

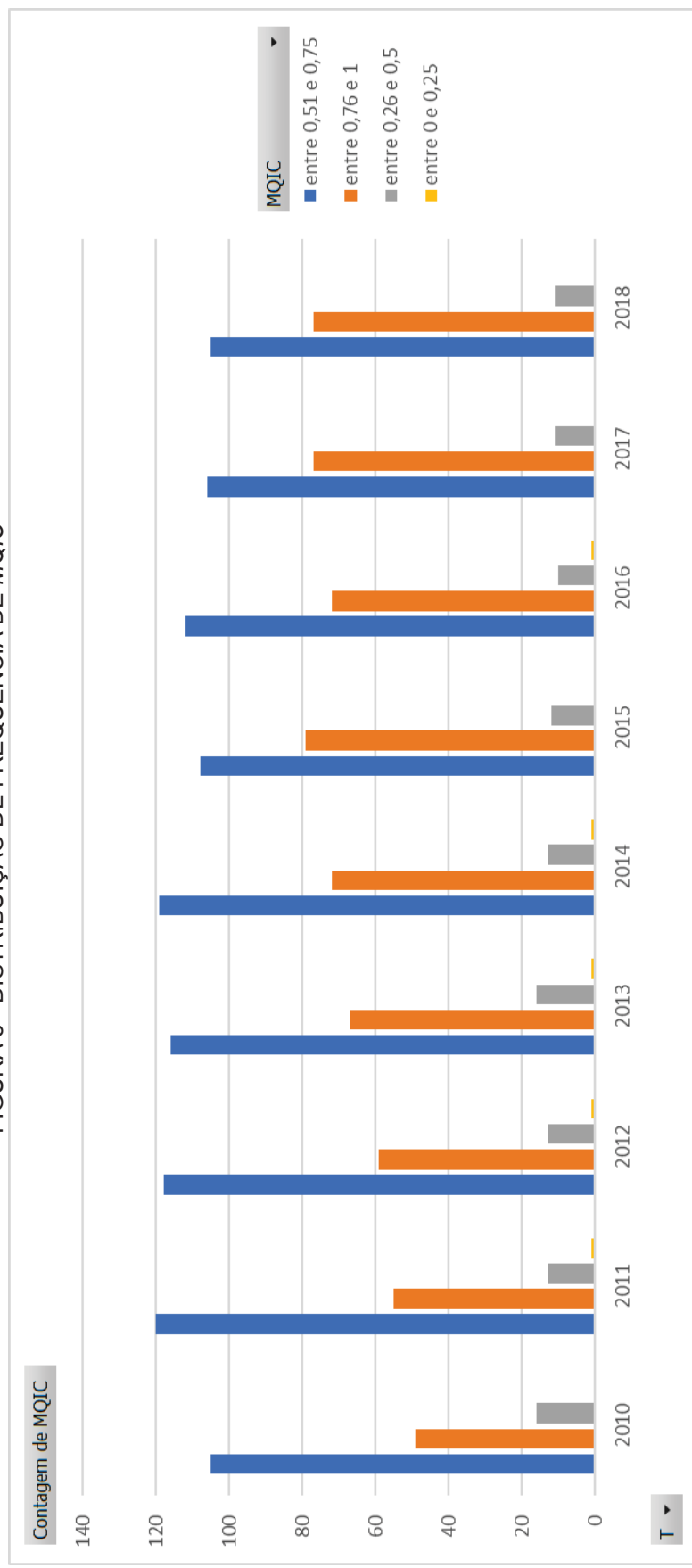


FIGURA 4 - DISTRIBUIÇÃO DE FREQUÊNCIA DE CAP_PROP



Outrossim, a utilização de muitas variáveis binárias – caso de todas as variáveis explicativas, exceto *TAM* (tamanho) – gera ainda mais falta de graus de liberdade, e a alta chance de problemas de multicolineariedade pode acarretar em dificuldades de estimação exata dos parâmetros (Gujarati, 2006). Efetivamente, as *dummies* que indicam negociação de ações em bolsa americana (*ADR*) e setor de atuação (*SETOR*) foram prejudicadas por questões de colineariedade e acabaram sendo omitidas, o que pode ter impactado a estimação dos parâmetros do Modelo (1).

4.3 ANÁLISE DOS RESULTADOS

Nesta seção, os achados mais relevantes foram analisados e relacionados com a literatura citada no capítulo de Referencial Teórico.

Os resultados das estatísticas descritivas evidenciaram que, dentro das 1.736 observações submetidas ao tratamento estatístico, a estrutura de capital com predominância de capital de terceiros foi preponderante. Em apenas 7% das observações foi identificada a predominância de capital próprio. Esta constatação apresenta concordância com o pressuposto da Teoria do *Trade-Off* de que a contratação de dívidas contribui para a obtenção de vantagem tributária e assim impulsiona o valor da empresa (Miller, 1977); e com o pressuposto da Teoria da *Pecking Order* de que ao buscar por fontes de financiamentos as empresas preferem a contratação de dívidas antes de recorrerem ao mercado de capitais (Myers & Majluf, 1984).

Inclusive, as grandes empresas de capital aberto priorizam o endividamento por serem mais maduras e possuem boa reputação no mercado de crédito (Frank & Goyal, 2008), bem como a contração de dívidas pode representar uma sinalização de qualidade da empresa para o mercado de capitais (Balachandran & Williams, 2018), pois manter uma alta liquidez de caixa pode interferir negativamente na capitalização de mercado e as dívidas contribuem para a redução da liquidez (Loncan & Caldeira, 2014). Porém, a obtenção de crédito é considerada um sinal positivo apenas quando a empresa possui um bom potencial de crescimento de lucros (Bauer & Bubák, 2003).

Em complementação aos resultados das estatísticas descritivas, a FIGURA 4 ilustrou a distribuição da frequência da predominância de capital de terceiros ao longo do período estudado, demonstrando que houve baixa oscilação no transcorrer dos anos. Uma possível interpretação é de que alterações nos índices de estrutura de

capital implicam em custos de transação e desencorajam mudanças ativas (Berk & Demarzo, 2009).

Indo adiante, ao se considerar os resultados da matriz de correlações, das regressões univariada e multivariada, e dos painéis com efeitos fixos de setor estimados por MQO e MQ2E, rejeitou-se a 1ª hipótese de pesquisa (a predominância de capital próprio aumenta a qualidade da informação contábil divulgada pelas empresas de capital aberto brasileiras) e aceitou-se a 2ª hipótese de pesquisa (a predominância de capital de terceiros interfere na qualidade da informação contábil divulgada pelas empresas de capital aberto brasileiras).

Salienta-se que estatisticamente há limitação destes resultados, visto que o modelo empírico não suportou a heterogeneidade das empresas advinda do painel com efeitos fixos de empresa. Então, ao se comparar as 207 empresas da população de estudo, por mais que sejam identificadas diferenças na métrica de qualidade da informação contábil, as predominâncias em suas estruturas de capital não são capazes de explicar estas diferenças.

Por outro lado, nas comparações entre os 10 setores de atuação, a predominância de capital próprio em suas estruturas de capital apresenta relações negativas com a métrica de qualidade da informação contábil, o que releva comportamentos peculiares dos setores. Tais comportamentos foram destacados na TABELA 12, referente às estatísticas descritivas de cada setor, pelas quais foi possível observar que a maior frequência de predominância de capital de terceiros é acompanhada de maiores médias da métrica de qualidade da informação contábil. Assim, é possível auferir que ao se estudar as diferenças de comportamentos dos setores, a predominância do capital de terceiros é relacionada com um aumento do valor atribuído à métrica de qualidade da informação contábil de Barbosa (2014), em termos das características qualitativas relevância, representação fidedigna e comparabilidade.

Tal achado encontra respaldo nas constatações da literatura, pois anteriormente já se comprovou que as fontes de capital estão entre os fatores que influenciam as divulgações financeiras (Gibbins *et al.*, 1990); a estrutura de capital e a política de divulgação determinam conjuntamente o nível de assimetria informacional (Bertomeu *et al.*, 2011); e o ambiente informacional de uma firma é um fator que influencia as decisões sobre estrutura de capital (Dang *et al.*, 2017). Deste modo, os resultados reforçam o papel das características qualitativas de influenciar as

tomadas de decisões dos fornecedores de recursos, ao reduzir incertezas envolvidas nos processos, garantir que os fenômenos sejam fielmente representados e auxiliar na comparação de eventos econômicos subjacentes (Kam, 1990; Hendriksen & Van Breda, 1999; Schipper, 2003).

Pan *et al.* (2015), Parsa e Sarraf (2018), Habib *et al.* (2017) e Dhole *et al.* (2015) igualmente encontraram associações entre a proporção do capital de terceiros e as características qualitativas da relevância e da comparabilidade, entretanto, outras evidências encontradas foram de que a comparabilidade é negativamente associada com a alavancagem (Parsa & Sarraf, 2018; Dhole *et al.*, 2015; Habib *et al.*, 2017); e relevância, representação fidedigna e comparabilidade não são associadas com a alavancagem (Nobes & Stadler, 2015; Agyei-Mensah, 2015; Hassan, 2014; Agyei-Mensah, 2013; Van Beest *et al.*, 2009).

Outros achados contrários aos resultados do presente trabalho foram de que empresas nacionais e estrangeiras dotadas de alta qualidade de informação possuem menor participação de capital de terceiros em suas estruturas de capital (Pan *et al.*, 2015; Chen *et al.*, 2016; Mazzioni & Klann, 2016); a qualidade da informação divulgada por empresas brasileiras não é influenciada pela emissão de ações e debêntures (Paulo *et al.*, 2012); o grau de alavancagem de empresas brasileiras apresentou relação negativa com o nível de *disclosure* (Souza & Almeida, 2017); e empresas brasileiras que integram os segmentos de governança corporativa possuem menor endividamento por terem que cumprir com exigências de divulgações de informações (Tristão, 2014).

A 1ª hipótese de pesquisa era sustentada por estas pesquisas, além dos pressupostos teóricos da *Pecking Order*. Segundo Myers & Majluf (1984), a abertura de capital não é a fonte preferida de recursos pelo fato de acarretar em obrigações de fornecimento de detalhes suficientemente verificáveis para evidenciar o verdadeiro estado da firma, o que implica em custos significativos de fornecimento, absorção e verificação das informações. A partir desta afirmação, seria possível atribuir à predominância de capital próprio uma maior qualidade da informação contábil divulgada, todavia os testes do modelo empírico rejeitaram tal suposição.

Para compreender a evidência oposta à interpretação da *Pecking Order* de Myers e Majluf (1984), retoma-se uma ressalva feita a seu respeito. A teoria foi construída no contexto americano, em que há um mercado de capitais desenvolvido e capaz de fornecer o financiamento de longo prazo para as empresas, já no Brasil o

mercado de crédito cumpre este papel (Medeiros & Daher, 2008; Bittencourt & Albuquerque, 2018; Costa & Borça Junior, 2019). Por conseguinte, a aceitação da 2ª hipótese de pesquisa permite inferir que há uma ênfase na qualidade de informações direcionadas aos credores, dado que eles são responsáveis por oferecer a maior parte dos recursos às empresas. Ainda, o resultado obtido para a predominância de capital próprio pode ter sido influenciado pela alta concentração de propriedade das empresas brasileiras, além de uma provável equivalência entre os grupos de acionistas e credores (Carvalho & Ribeiro, 2019; Costa & Borça Junior, 2019).

A conclusão relacionada à ênfase na qualidade da informação provida aos credores é amparada pela literatura. Há estudos cujas principais inferências foram de que a liquidez do mercado de crédito é antecedita pela presença das características qualitativas de representação fidedigna, relevância e comparabilidade (Akpu & Iwene, 2017), além de que os gestores, incentivados a sinalizar a qualidade acima da média de suas empresas, negociam com os credores cláusulas restritivas que favorecem o aumento do *disclosure* (Morris, 1987), de maneira que a divulgação de informações padronizadas proporciona redução da assimetria informacional e do risco de seleção adversa (Gonçalves, 2016), representando uma sinalização positiva aos mercados.

Para mais, a política de divulgação influencia o custo de capital de terceiros (Sengupta, 1998), pois na presença de alta assimetria informacional, a combinação de divulgações mais conservadoras e cláusulas restritivas é capaz de proporcionar redução deste custo (Callen *et al.*, 2016); e como o mercado atribui um risco menor para empresas com menor grau de assimetria informacional, estas tendem a recorrer mais à emissão de títulos de dívidas (Póvoa & Nakamura, 2015).

Retomando o resultado da 1ª hipótese de pesquisa, este pode ser complementado por evidências de que os acionistas delegam o esforço de monitoramento das empresas aos credores. Buscando compreender tais constatações, parte-se do pressuposto que os credores utilizam as informações contábeis divulgadas para monitorar o cumprimento das cláusulas estabelecidas nos contratos (Watts & Zimmerman, 1986), e para tanto costumam incluir nos contratos de empréstimos cláusulas de divulgação de projeções e de valores históricos (Carrizosa & Ryan, 2017). Portanto, aspectos ligados à característica qualitativa da relevância são fundamentais para eles.

Em vista disso, os fornecedores de capital próprio escolhem delegar o monitoramento das empresas aos credores (Balachandran & Williams, 2018),

inclusive, já foi comprovado que o reforço de *covenants* contábeis proporcionou aumento de informações coincidentes nas previsões de diferentes analistas de mercado financeiro (Lu & Chen, 2019). Por mais que no Brasil a adequação das demonstrações ao padrão IFRS tenha levado à redução da utilização de cláusulas baseadas em números contábeis (Beiruth, 2015), os resultados do presente estudo convergem para que se aceite a suposição sobre delegação do monitoramento das empresas.

Os últimos achados do presente estudo são referentes às variáveis de controle. O painel rodado com a estimação MQ2E atestou que a presença de endividamento financeiro estrangeiro, a negociação de ações em bolsa americana e a reformulação de demonstrativos não estão relacionadas com a métrica de qualidade da informação contábil, em oposição aos trabalhos cujas conclusões foram de que a presença de credores estrangeiros impulsiona a relevância das informações divulgadas por companhias brasileiras (Marques *et al.*, 2017); a negociação de ações em bolsa americana e uma maior intensidade de internacionalização das firmas são alguns dos fatores que determinam a qualidade da informação divulgada por companhias brasileiras (Moura *et al.*, 2017; Mazzioni & Klann, 2016); o mercado responde negativamente às reformulações de demonstrações (Albring *et al.*, 2013; Alfonso *et al.*, 2018; Files *et al.*, 2009).

Finalmente, o tamanho das empresas e a presença de investidores institucionais estão positivamente relacionados com a métrica de qualidade da informação contábil, corroborando as constatações de que a relevância é influenciada pelo tamanho das empresas brasileiras (Queiroz & Almeida, 2017); a comparabilidade é mais efetiva quando a base de investidores é mais sofisticada (Kim *et al.*, 2018); e a participação acionária de investidores institucionais é um dos fatores que determinam a qualidade da informação de empresas brasileiras (Moura *et al.*, 2017).

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O presente trabalho parte do cenário de convergência das normas contábeis brasileiras com o padrão IFRS, que proporcionou aumento da qualidade da informação contábil divulgada nas demonstrações (Vieira, 2010; Silva, 2013; Rezende *et al.*, 2015; Silva *et al.*, 2017; Gonçalves *et al.*, 2014; Macedo *et al.*, 2013) e redução no custo de capital próprio e de capital de terceiros (Silva, 2013; Silva & Nardi, 2014; Gasparini, 2015; Lima, 2016; Lima *et al.*, 2018).

Dessa forma, supõe-se que as informações divulgadas no padrão IFRS contribuam para uma facilitação de acesso tanto aos mercados de crédito quanto aos mercados de capitais. Entretanto, dados do BACEN (2019) e da CVM (2019) atestam que, considerando o universo de empresas de capital aberto e fechado, entre Janeiro/2015 e Maio/2019 a preferência por fonte de recursos foi o crédito bancário, constatação essa que encontra respaldo nas Teorias da *Pecking Order* (Myers & Majluf, 1984) e do *Trade-Off* (Miller, 1977).

Ainda é possível justificar tal fato com algumas peculiaridades apresentadas pelos mercados brasileiros dentro do período em questão, para os quais foi significativa a influência das políticas de fomento de crédito governamental (Bittencourt & Albuquerque, 2018; Póvoa & Nakamura, 2015), além das intervenções governamentais em taxas de juros, altos custos de emissões de ações, inibição do mercado de capitais (Freitas, 2009; Póvoa & Nakamura, 2015; Deloitte, 2017; Rocca, 2018) e maior atratividade do mercado de títulos de dívidas em relação ao mercado de capitais (Nascimento *et al.*, 2018).

Para além, a resistência de fornecimento de informações a acionistas externos à gestão é apontada por alguns estudos (Góes, 2018; Silva *et al.*, 2014; Deloitte, 2017), constituindo-se como um fator desencorajador da opção por emissão de ações. Neste sentido, é relevante o fluxo de informações contábeis, tendo em vista que os contratos estabelecidos entre fornecedores de capital e empresas são frequentemente monitorados por meio de números contábeis (Watts & Zimmerman, 1986; Lopes & Martins, 2014).

Como o produto da contabilidade é considerado uma base confiável para amparar decisões sobre concessões de recursos (Kam, 1990), tanto que se identificou benefícios de reduções de custos de capital advindos da divulgação de informações dotadas de qualidade (Zhai & Wang, 2016; Easley & O'Hara, 2004; Anagnostopoulou,

2017), pode-se afirmar que a utilidade da informação contábil é atrelada à natureza do usuário (Hendriksen & Van Breda, 1999). Igualmente destaca-se que esta utilidade está ligada às características qualitativas, dentre as quais as fundamentais são relevância e representação fidedigna (Hendriksen & Van Breda, 1999; Niyama & Silva, 2013).

Levando-se em consideração a natureza do usuário, as demonstrações contábeis podem trazer informações relevantes para usuários específicos, porém os normativos ressaltam que as demonstrações não privilegiem somente um grupo de fornecedor de recursos (Hendriksen & Van Breda, 1999; AICPA, 1973; CPC 00, 2011), já que acionistas e credores preocupam-se com a habilidade das empresas de gerar fluxos de caixa (Balachandran & Williams, 2018).

Apesar da restrição dos normativos, entende-se que as necessidades de fontes de capital e o monitoramento dos contratos estabelecidos com os fornecedores de recursos fazem com que seja essencial às empresas fornecer informações aos acionistas e credores. Tal inferência deu origem à questão de pesquisa: **“Qual o efeito da estrutura de capital sobre a qualidade das informações contábeis presentes nas divulgações das empresas que negociam ações na bolsa de valores brasileira?”**.

Com base na questão de pesquisa, levando-se em consideração a literatura prévia, levantou-se as seguintes hipóteses de pesquisa: **“a predominância de capital próprio aumenta a qualidade da informação contábil divulgada pelas empresas de capital aberto brasileiras”**; e **“a predominância de capital de terceiros interfere na qualidade da informação contábil divulgada pelas empresas de capital aberto brasileiras”**.

Além das relações apontadas pelas hipóteses de pesquisa, considerou-se que a qualidade da informação contábil possa ser determinada simultaneamente à estrutura de capital, o que caracteriza uma forma de endogeneidade.

Para os testes das duas hipóteses, trilhou-se um percurso metodológico tendo como abordagens a pesquisa descritiva e documental, com emprego de dados secundários e dimensão temporal transversal. O período estabelecido para a coleta de dados foram os anos compreendidos entre 2010 e 2018. Após serem estabelecidos alguns critérios de seleção da população de estudo, a coleta ocorreu por meio de leitura das demonstrações anuais de 207 empresas listadas na B3 e extração de dados

da base *Thomson Reuters/Refinitiv*, o que gerou um painel desbalanceado com o total de 1.736 observações.

O modelo empírico foi testado pela metodologia dos dados em painel junto ao método de MQO e, por conta do viés de endogeneidade identificado, também pelo método MQ2E. A variável dependente constituiu em métrica de qualidade da informação contábil, auferida pela métrica de Barbosa (2014), cujas 17 questões – relativas às características qualitativas de representação fidedigna, relevância e comparabilidade – resultaram de revisões de literatura e aplicações de rodadas *Delphi* com analistas de mercado financeiro.

A variável independente constituiu em estrutura de capital, auferida pela medida de estrutura de capital empregada por Kieschnick e Moussawi (2018), que trabalha com a ideia de valor de mercado para capturar a proporção de capital de terceiros. Posteriormente, para a análise estatística do modelo empírico, esta variável foi adaptada para a variável *dummy CAP_PROP*, em que o valor 1 indica predominância de capital próprio e o valor 0 indica predominância de capital de terceiros.

Empregou-se como variáveis de controle a participação acionária de investidores institucionais (*INVEST_INST*), a negociação de ações em bolsa americana (*ADR*), a presença de endividamento financeiro estrangeiro (*ENDIV_EST*), as reformulações de demonstrações (*REFORM*), o tamanho da empresa (*TAM*) e o setor de atuação (*SETOR*).

O Teste de Hausman atestou a presença do viés de endogeneidade entre as variáveis dependente e independente, o que conduziu à opção pela estimação do modelo empírico por MQ2E, com a variável independente *CAP_PROP* sendo instrumentada pela variável liquidez (*LIQ*). O resultado do teste do painel estimado por MQ2E foi de que, em um nível de confiança de 1% e com efeitos fixos de setores, há uma relação significativamente negativa entre a métrica de qualidade da informação contábil e a predominância de capital próprio, de sorte que a predominância do capital de terceiros é associada positivamente com valores auferidos para a métrica. A robustez do instrumento empregado foi atestada pela verificação dos valores críticos da caracterização de instrumentos fracos de Stock e Yogo (2005).

Todavia, há uma limitação na relação obtida, pelo fato de não ter sido sustentada ao se fixar o pressuposto de heterogeneidade entre as empresas que

compõem a população de estudo. O teste do painel pela estimação MQO e efeitos fixos de empresas não permitiu que se encontrasse significância da relação entre a métrica de qualidade da informação contábil e a predominância do capital próprio. Logo, na comparação entre as 207 empresas da população de estudo, as predominâncias em suas estruturas de capital não são capazes de explicar as diferenças entre os valores auferidos para as métricas de qualidade da informação contábil.

De maneira geral, ao se considerar os resultados da matriz de correlações, das regressões univariada e multivariada, e do painel com efeitos fixos de setores estimado por MQ2E, rejeitou-se a hipótese de que “a predominância de capital próprio aumenta a qualidade da informação contábil divulgada pelas empresas de capital aberto brasileiras”; e não se rejeitou a hipótese de que “a predominância de capital de terceiros interfere na qualidade da informação contábil divulgada pelas empresas de capital aberto brasileiras”.

A partir dos achados evidenciados pelas comparações entre os diversos setores, é possível afirmar que em um país como Brasil, no qual as captações de recursos são basicamente feitas via dívida, a predominância de capital de terceiros é associada positivamente com o indicador empregado neste trabalho, de Barbosa (2014), que captura a qualidade da informação pelas características qualitativas de representação fidedigna, relevância e comparabilidade. Uma interpretação plausível para a evidência encontrada é de que há uma ênfase na qualidade de informações direcionadas aos credores, conforme explica a literatura sobre o tema (Akpu & Iwene, 2017; Morris, 1987; Sengupta, 1998; Callen *et al.*, 2016; Póvoa & Nakamura, 2015).

Voltando-se para a rejeição da 1ª hipótese de pesquisa, esta é uma evidência contrária à interpretação adotada no presente trabalho para a *Pecking Order* de Myers e Majluf (1984), de que as obrigações atreladas ao fornecimento de informações com melhor qualidade podem desencorajar as companhias a buscarem a emissão de ações como fonte de recursos.

Neste interim, ressalva-se que a Teoria da *Pecking Order* é baseada no contexto americano, em que há um mercado de capitais desenvolvido, capaz de fornecer financiamentos de longo prazo para as empresas, já no Brasil, este papel é cumprido pelo mercado de crédito (Medeiros & Daher, 2008; Bittencourt & Albuquerque, 2018; Costa & Borça Junior, 2019). Para mais, o resultado pode ter sido influenciado pela alta concentração de propriedade das empresas brasileiras, além de

uma provável equivalência entre os grupos de acionistas e credores (Carvalho & Ribeiro, 2019; Costa & Borça Junior, 2019).

Outra possível explicação para tal achado é de que os acionistas escolhem delegar o monitoramento das empresas aos credores (Balachandran & Williams, 2018), tendo em vista que o aumento de cláusulas restritivas em contratos de empréstimos já foi associado a uma maior frequência de informações coincidentes nas previsões de analistas de mercado financeiro (Lu & Chen, 2019). Ao se conjecturar que possa não haver um esforço dos acionistas em exigir uma melhor qualidade da informação contábil divulgada, entende-se que a predominância de capital próprio não implica que haja melhor qualidade da informação contábil divulgada.

5.1 RECOMENDAÇÕES PARA TRABALHOS FUTUROS

A partir das conclusões, sugere-se como continuidade destes estudos o aprofundamento das características qualitativas, seja verificando a relação de cada uma em particular com a estrutura de capital, seja empregando uma métrica que englobe todas as características elencadas pelo FASB. Ainda, é recomendado que se utilize mais de uma métrica e se compare os resultados obtidos.

Além disso, seria interessante uma replicação do presente estudo em períodos posteriores, pois nos próximos anos é provável que se perceba um novo cenário para as captações de empresas no Brasil. A necessidade de um novo modelo de concessão de recursos poderá reforçar os incentivos para as empresas recorrerem mais à abertura de capital próprio como fonte de financiamentos (Rocca, 2018). Dado que a redução da assimetria informacional é importante para promover a redução do custo de capital (Dye, 2001; Verrecchia, 2001), as informações dotadas de qualidade poderão desempenhar um papel fundamental nos mercados de capitais.

REFERÊNCIAS

Abdel-Khalik, A. R. (1973). The effect of aggregating accounting reports on the quality of the lending decision: An empirical investigation. *Journal of Accounting Research*, 104-138.

Abdo, H., Mangena, M., Needham, G., & Hunt, D. (2018). Disclosure of provisions for decommissioning costs in annual reports of oil and gas companies: A content analysis and stakeholder views. *Accounting forum*, 42(4), 341-358.

Aboud, A., & Roberts, C. (2018). Managers' segment disclosure choices under IFRS 8: EU evidence. *Accounting forum*, 42(4), 293-308.

Aboud, A., Roberts, C., & Zalata, A. M. (2018). The impact of IFRS 8 on financial analysts' earnings forecast errors: EU evidence. *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, 33, 2-17.

Admati, A. R., & Hellwig, M. F. (2019). Bank leverage, welfare, and regulation (Rock Center for Corporate Governance at Stanford University Working Paper n. 235). Recuperado de https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3257957.

Agyei-Mensah, B. K. (2013). Adoption of international financial reporting standards (IFRS) in Ghana and the quality of financial statement disclosures. *Macrothink Institute, International Journal of Accounting and Financial Reporting*, 3(2), 269-286.

Agyei-Mensah, B. K. (2015). The determinants of financial ratio disclosures and quality: Evidence from an emerging market. *International Journal of Accounting and Financial Reporting*, 5(1), 188-211.

AICPA (1973). *Objectives of financial statements*. Recuperado de http://3197d6d14b5f19f2f440-5e13d29c4c016cf96cbbfd197c579b45.r81.cf1.rackcdn.com/collection/papers/1970/1973_1001_TruebloodObjectives.pdf.

Akash, R. S., Shah, S. Z., Hasan, A., Hamid, K., & Suleman, M. T. (2011). The impact of sensitivity and validity of debt signaling hypothesis in transitional and emerging market: Perspectives from Pakistan. *International Research Journal of Finance and Economics*, 71, 7-18.

Akpu, U. G., & Iwene, S. O. (2017). Accounting information and bond market liquidity evidence from nigerian capital market 2003-2012. *Pyrex Journal of Taxation and Accounting Management*, 1(2), 24-34.

Al-Bassam, W. M., Ntim, C. G., Opong, K. K., & Downs, Y. (2018). Corporate boards and ownership structure as antecedents of corporate governance disclosure in Saudi Arabian publicly listed corporations. *Business & Society*, 57(2), 335-377.

Albring, S. M., Huang, S. X., Pereira, R., & Xu, X. (2013). The effects of accounting restatements on firm growth. *Journal of Accounting and Public Policy*, 32(5), 357-376.

Alfonso, E., Christie, A., Hollie, D., & Yu, S. C. (2018). Determinants and economic consequences of cash flow restatements. *Journal of Accounting and Public Policy*, 37(1), 82-97.

Altman, M., Gill, J., & McDonald, M. P. (2004). *Numerical issues in statistical computing for the social scientist*. John Wiley & Sons.

Ambrozini, L. S. (2017). Pressões internas e externas na utilização de padrões de divulgação de informações socioambientais amplamente aceitos: uma análise sobre estrutura de governança corporativa, ambiente institucional e a perspectiva de legitimação. *Revista Contemporânea de Contabilidade*, 14(31), 3-26.

Américo, N. C. M., & Júnior, R. N. R. (2017, outubro). Evidenciação voluntária do capital intelectual nas demonstrações financeiras das empresas pertencentes ao novo mercado. *Anais do Congresso UFU de Contabilidade*, Uberlândia, MG, Brasil, 2.

Anagnostopoulou, S. C. (2017). Accounting quality and loan pricing: The effect of cross-country differences in legal enforcement. *The International Journal of Accounting*, 52(2), 178-200.

Andrade, A.P. (2009). Origem e evolução histórica da contabilidade. In Lopes, J., Pederneiras, M., & Ribeiro Filho, J. F. (Ed.). *Estudando teoria da contabilidade*. São Paulo: Atlas.

Angelini, C. (2019). Hypothesis testing. *Encyclopedia of Bioinformatics and Computational Biology*, 1, 691-697.

Antonakis, J., Bendahan, S., Jacquart, P., & Lalive, R. (2010). On making causal claims: A review and recommendations. *The Leadership Quarterly*, 21(6), 1086-1120.

Assunção, H. B., Nascimento, Í. C. S., Pessoa, M. N. M., Cabral, A. C. A., & Santos, S. M. (2018, novembro). Evidenciação de custos e investimentos ambientais em empresas do setor de siderurgia e metalurgia listadas na B3. *Anais do Congresso Brasileiro de Custos-ABC*, Vitória, ES, Brasil, 25.

BACEN (2019). *Estatísticas monetárias e de crédito*. Recuperado de <https://www.bcb.gov.br/estatisticas/estatisticasmonetariascredito>.

Balachandran, B., & Williams, B. (2018). Effective governance, financial markets, financial institutions & crises. *Pacific-Basin Finance Journal*, 50, 1-15.

Balakrishnan, K., Blouin, J. L., & Guay, W. R. (2018). Tax aggressiveness and corporate transparency. *The Accounting Review*, 94(1), 45-69.

Ball, R., & Shivakumar, L. (2005). Earnings quality in UK private firms: Comparative loss recognition timeliness. *Journal of Accounting and Economics*, 39(1), 83-128.

Ball, R., Li, X., & Shivakumar, L. (2015). Contractibility and transparency of financial statement information prepared under IFRS: Evidence from debt contracts around IFRS adoption. *Journal of Accounting Research*, 53(5), 915-963.

Ballou, B., Chen, P. C., Grenier, J. H., & Heitger, D. L. (2018). Corporate social responsibility assurance and reporting quality: Evidence from restatements. *Journal of Accounting and Public Policy*, 37(2), 167-188.

Barbosa Filho, F. D. H. (2017). A crise econômica de 2014/2017. *Estudos Avançados*, 31(89), 51-60.

Barbosa, J. D. S. (2014). *Métrica de qualidade da informação contábil sob a ótica dos analistas fundamentalistas*. (Dissertação de Mestrado). Universidade Federal do Paraná – UFPR, Curitiba, PR, Brasil.

Barbosa, J. S., Scherer, L. M., Scarpin, J. E., & Murcia, F. D. R. (2015). Construção de métrica para avaliação da qualidade da informação contábil sob a ótica de analistas fundamentalistas. *Revista de Contabilidade e Organizações*, 9(24), 42-55.

Barth, M. E., Landsman, W. R., & Lang, M. H. (2008). International accounting standards and accounting quality. *Journal of Accounting Research*, 46(3), 467-498.

Bascle, G. (2008). Controlling for endogeneity with instrumental variables in strategic management research. *Strategic Organization*, 6(3), 285-327.

Bastos, D. D., & Nakamura, W. T. (2009). Determinantes da estrutura de capital das companhias abertas no Brasil, México e Chile no período 2001-2006. *Revista Contabilidade & Finanças-USP*, 20(50), 75-94.

Bastos, D. D., Nakamura, W. T., & Basso, L. F. C. (2009). Determinantes da estrutura de capital das companhias abertas na América Latina: Um estudo empírico considerando fatores macroeconômicos e institucionais. *RAM. Revista de Administração Mackenzie*, 10(6), 47-77.

Bauer, P., & Bubák, V. (2003). Informative value of firm capital structure. *Prague Economic Papers*, 2003(3).

Beaulieu, P. R., & Rosman, A. J. (2003). How does negative source credibility affect commercial lenders' decisions?. *Advances in Accounting Behavioral Research*, 6, 79-94.

Beiruth, A. X. (2015). *Transformação estrutural de convenants com a adoção das IFRS no Brasil* (Tese de Doutorado). Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, SP, Brasil.

Bell, A., & Jones, K. (2015). Explaining fixed effects: Random effects modeling of time-series cross-sectional and panel data. *Political Science Research and Methods*, 3(1), 133-153.

Berk, J., & DeMarzo, P. (2009). *Finanças empresariais*. Bookman.

Bernardi, C., & Stark, A. W. (2018). Environmental, social and governance disclosure, integrated reporting, and the accuracy of analyst forecasts. *The British Accounting Review*, 50(1), 16-31.

Bernardo, C. J., Albanez, T., & Securato, J. R. (2018). Macroeconomic and institutional factors, debt composition and capital structure of latin american companies. *Brazilian Business Review*, 15(2), 152-174.

Berry, A., & Robertson, J. (2006). Overseas bankers in the UK and their use of information for making lending decisions: Changes from 1985. *The British Accounting Review*, 38(2), 175-191.

Bertomeu, J., Beyer, A., & Dye, R. A. (2011). Capital structure, cost of capital, and voluntary disclosures. *The Accounting Review*, 86(3), 857-886.

Besen, F. G., Gouveia, K. D. O., Serafim Jr, V., Andrade, M., & Almeida, R. S. (2018, novembro). Evidenciação das informações ambientais nas empresas de energia elétrica classificadas no índice de Sustentabilidade empresarial (ISE). *Anais do Congresso Brasileiro de Custos-ABC*, Vitória, ES, Brasil, 25.

Beyer, A., Cohen, D. A., Lys, T. Z., & Walther, B. R. (2010). The financial reporting environment: Review of the recent literature. *Journal of Accounting and Economics*, 50(2-3), 296-343.

Bezerra, E., & Ermel, M. (2017). *Mensuração de propriedades para investimento: Uma análise dos propósitos de evidenciação* (Working Paper n. 2964241). Recuperado de https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2964241.

Biddle, G. C., Hilary, G., & Verdi, R. S. (2009). How does financial reporting quality relate to investment efficiency?. *Journal of Accounting and Economics*, 48(2-3), 112-131.

Binotti, F., & Besen, F. G. (2018, novembro). Disclosure das informações sobre custos e investimentos ambientais divulgados pelas empresas que compõem o Índice de Sustentabilidade Empresarial do segmento de Energia Elétrica. *Anais do Congresso Brasileiro de Custos-ABC*, Vitória, ES, Brasil, 25.

Bittencourt, W. R., & Albuquerque, P. H. M. (2018). Estrutura de capital: Uma revisão bibliográfica das publicações dos periódicos nacionais. *Revista Contemporânea de Contabilidade*, 15(34), 94-114.

Botosan, C. A. (1997). Disclosure level and the cost of equity capital. *Accounting Review*, 72(3), 323-349.

Brito, G. A. S., Corrar, L. J., & Batistella, F. D. (2007). Fatores determinantes da estrutura de capital das maiores empresas que atuam no Brasil. *Revista Contabilidade & Finanças*, 18(43), 9-19.

Brooks, C., & Oikonomou, I. (2018). The effects of environmental, social and governance disclosures and performance on firm value: A review of the literature in accounting and finance. *The British Accounting Review*, 50(1), 1-15.

Brown, S., Dutordoir, M., Veld, C., & Veld-Merkoulova, Y. (2019). What is the role of institutional investors in corporate capital structure decisions? A survey analysis. *Journal of Corporate Finance*, 58, 270-286.

Bukit, R. B., & Nasution, F. N. (2016). Voluntary disclosure, monitoring mechanism and firm value. *International Journal of Applied Business and Economic Research*, 14(11), 1755-1315.

Bushee, B. J., & Noe, C. F. (2000). Corporate disclosure practices, institutional investors, and stock return volatility. *Journal of Accounting Research*, 38, 171.

Caixe, D. F., & Krauter, E. (2013). A influência da estrutura de propriedade e controle sobre o valor de mercado corporativo no Brasil. *Revista Contabilidade & Finanças-USP*, 24(62), 142-153.

Callen, J. L., Chen, F., Dou, Y., & Xin, B. (2016). Accounting conservatism and performance covenants: A signaling approach. *Contemporary Accounting Research*, 33(3), 961-988.

Carlos, M. D. G. D. O., Moura, H. J., & Morais, D. O. C. (2017, dezembro). Disclosure socioambiental e desempenho financeiro: Estudo longitudinal em companhias listadas na BM&F BOVESPA de 2008 a 2015. *Anais do Encontro Internacional sobre Gestão Ambiental e Meio Ambiente*, São Paulo, SP, Brasil, 19.

Carrizosa, R., & Ryan, S. G. (2017). Borrower private information covenants and loan contract monitoring. *Journal of Accounting and Economics*, 64(2-3), 313-339.

Carvalho, C. A., & Ribeiro, E. M. S. (2019). Participação acionária em empresas listadas na B3 em 2018: Um estudo de redes. *BBR. Brazilian Business Review*, 16(5), 519-536.

Carvalho, L. F., Vieira, F. V., Ribeiro, K. C. S., & Borges, W. G. (2017). Os efeitos Alavancagem e Feedback na volatilidade do mercado acionário brasileiro. *Enfoque: Reflexão Contábil*, 36(2), 19-37.

Casella, G., & Berger, R. (2001). Hypothesis testing in statistics. *International Encyclopedia of the Social & Behavioral Sciences*, 7118-7121.

Chen, J. Z., Lim, C. Y., & Lobo, G. J. (2016). Does the relation between information quality and capital structure vary with cross-country institutional differences?. *Journal of International Accounting Research*, 15(3), 131-156.

Chen, Y. C., Hung, M., & Wang, Y. (2018). The effect of mandatory CSR disclosure on firm profitability and social externalities: Evidence from China. *Journal of Accounting and Economics*, 65(1), 169-190.

Chung, C. Y., & Wang, K. (2014). Do institutional investors monitor management? Evidence from the relationship between institutional ownership and capital structure. *The North American Journal of Economics and Finance*, 30, 203-233.

Cia, J. C.; Guarita, C. I.; Cia, J. N. S (2002, setembro). O duplo papel do investidor institucional: influenciador do Corporate Governance e gestor de carteiras. *Anais do Encontro da Associação Nacional dos Programas de Pós-Graduação em Administração (EnANPAD)*, Salvador, BA, Brasil, 26.

Coelho, A. L. D. A.L., Pavão, Y. M.P., Sehnem, S., Alberton, A., & Marcon, R. (2013). Estrutura de capital: Um estudo bibliométrico em produções do Brasil e do exterior. *Revista de Informação Contábil*, 7(1), 73-93.

Cohen, J., Holder-Webb, L., Nath, L., & Wood, D. (2011). Retail investors' perceptions of the decision-usefulness of economic performance, governance, and corporate social responsibility disclosures. *Behavioral Research in Accounting*, 23(1), 109-129.

Connelly, B. L., Certo, S. T., Ireland, R. D., & Reutzel, C. R. (2011). Signaling theory: A review and assessment. *Journal of Management*, 37(1), 39-67.

Consoni, S., Colauto, R. D., & Lima, G. A. S. F. (2017). A divulgação voluntária e o gerenciamento de resultados contábeis: evidências no mercado de capitais brasileiro. *Revista Contabilidade & Finanças*, 28(74), 249-263.

Cooper, D. R., & Schindler, P. S. (2003). *Métodos de Pesquisa em Administração*. Porto Alegre: Bookman.

Correa, C. A., Basso, L. F. C., & Nakamura, W. T. (2013). A estrutura de capital das maiores empresas brasileiras: Análise empírica das teorias de pecking order e trade-off usando panel data. *Revista de Administração Mackenzie (Mackenzie Management Review)*, 14(4).

Correa, J. C., Gonçalves, M. N., Sanches, S. L. R., & Moraes, R. O. (2017). Disclosure socioambiental de empresas norte-americanas listadas na NYSE: Características e os possíveis fatores para a divulgação voluntária. *Contabilidade Vista & Revista*, 28(2), 53-77.

Costa, L. M.; Borça Junior, G. R. (2019). *Financiamento amplo às empresas: Crédito bancário, mercado de capitais e setor externo*. (Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social Working Paper n. 137). Recuperado de <https://web.bndes.gov.br/bib/jspui/handle/1408/17100>.

Cotei, C., & Farhat, J. B. (2009). The trade-off theory and the pecking order theory: Are they mutually exclusive? *North American Journal of Finance and Banking Research*, 3(3).

CVM (2019). *Ofertas registradas/dispensadas na CVM*. Recuperado de <http://sistemas.cvm.gov.br/?ofertasdist>.

Dainelli, F., Bini, L., & Giunta, F. (2013). Signaling strategies in annual reports: Evidence from the disclosure of performance indicators. *Advances In Accounting*, 29(2), 267-277.

Dalmácio, F. Z. (2009). *Mecanismos de governança e acurácia das previsões dos analistas do mercado brasileiro: Uma análise sob a perspectiva da teoria da sinalização* (Tese de Doutorado). Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, SP, Brasil.

Dang, T. L., Huynh, T. H. H., Nguyen, M. T., & Nguyen, T. M. H. (2017). The firm information environment and capital structure: international evidence. *Applied Economics*, 49(44), 4482-4500.

Dangl, T., & Zechner, J. (2016). *Debt maturity and the dynamics of leverage*. (CFS Working Paper n. 547). Recuperado de https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2858756.

D'Arcy, A., & Tarca, A. (2018). Reviewing IFRS goodwill accounting research: Implementation effects and cross-country differences. *The International Journal of Accounting*, 53(3), 203-226.

David, Marcelino (2008). *Estudo dos modelos trade-off e pecking order para as variáveis endividamento e payout com empresas brasileiras (2000-2006)*. (Dissertação de Mestrado). Universidade Presbiteriana Mackenzie, São Paulo, SP, Brasil.

De Jong, A., Verbeek, M., & Verwijmeren, P. (2011). Firms' debt–equity decisions when the static tradeoff theory and the pecking order theory disagree. *Journal of Banking & Finance*, 35(5), 1303-1314.

Deloitte (2017). *Custos para abertura de capital no Brasil: Uma análise sobre as ofertas entre 2005 e 2017*. Recuperado de: <http://www.custosipobrasil.deloitte.com.br/>.

Del'Omo, R. (2017). *Relato integrado e acurácia das previsões dos analistas de mercado: Uma análise sob a perspectiva da teoria da sinalização* (Tese de Doutorado). Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade de Ribeirão Preto, Universidade de São Paulo, São Paulo, SP, Brasil.

Dhole, S., Lobo, G. J., Mishra, S., & Pal, A. M. (2015). Effects of the SEC's XBRL mandate on financial reporting comparability. *International Journal of Accounting Information Systems*, 19, 29-44.

Duarte, F. C. L., & Lucena, W. G. L. (2018). A qualidade da informação contábil e a precificação do retorno em excesso no mercado brasileiro de capitais. *Revista Contemporânea de Contabilidade*, 15(35), 161-178.

Dye, R. A. (2001). An evaluation of “essays on disclosure” and the disclosure literature in accounting. *Journal of Accounting and Economics*, 32(1-3), 181-235.
Easley, D., & O'hara, M. (2004). Information and the cost of capital. *The Journal of Finance*, 59(4), 1553-1583.

Eierle, B., & Schultze, W. (2013). The role of management as a user of accounting information: implications for standard setting. *Journal of Accounting and Management Information Systems*, 12(2), 155-189.

Elkins, H., & Entwistle, G. (2018). A commentary on accounting standards and the disclosure problem: Exploring a way forward. *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, 33, 79-89.

Ermel, M., & Martelanc, R. (2018). Primeira alavancagem, persistência e relevância: Uma análise dos determinantes da estrutura de capital (SSRN Working Paper n. 3118624). Disponível em https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3118624&download=yes.

FASB (2014). *What you need to know about disclosure framework*. Recuperado de: <https://www.fasb.org/jsp/FASB/Page/SectionPage&cid=1176164203721>.

Fatemi, A., Glaum, M., & Kaiser, S. (2017). ESG performance and firm value: The moderating role of disclosure. *Global Finance Journal*, 38, 45-64.

Fávero, L. P., & Belfiore, P. (2017). *Manual de análise de dados: Estatística e modelagem multivariada com Excel®, SPSS® e Stata®*. Rio de Janeiro: Elsevier Brasil.

Ferreira, D. M., & Mattos, L. B. (2012, dezembro). O efeito contágio da crise do subprime no mercado acionário brasileiro. *Anais do Encontro Nacional de Economia – ANPEC*, Porto de Galinhas, PE, Brasil, 40.

Fich, E. M., & Shivdasani, A. (2006). Are busy boards effective monitors?. *The Journal of Finance*, 61(2), 689-724.

Figueiredo, G. H., Santos, V., & Cunha, P. R. (2017). Práticas de evidenciação em entidades desportivas: Um estudo nos clubes de futebol brasileiros. *Enfoque: Reflexão Contábil*, 36(1).

Fonseca, C. V. C., & Silveira, R. L. F. D. (2016). Governança corporativa e custo de capital de terceiros: evidências entre empresas brasileiras de capital aberto. *Revista Eletrônica de Administração*, 22(1), 106-133.

Forechi, L. L., Reina, D. R. M., Reina, D., & Narciso, L. F. (2018, novembro). Evidenciação ambiental das empresas do segmento de papel e celulose. *Anais do Congresso Brasileiro de Custos-ABC*, Vitória, ES, Brasil, 25.

Frank, M. Z., & Goyal, V. K. (2003). Testing the pecking order theory of capital structure. *Journal of Financial Economics*, 67(2), 217-248.

Frank, M. Z., & Goyal, V. K. (2008). Trade-off and pecking order theories of debt. In Eckbo, B. E. (Org.) *Handbook of Empirical Corporate Finance* (2º vol., pp. 135-202). Elsevier.

Freitas, M. C. P. (2009). Os efeitos da crise global no Brasil: Aversão ao risco e preferência pela liquidez no mercado de crédito. *Estudos Avançados*, 23(66), 125-145.

Frishkoff, P. (1970). An empirical investigation of the concept of materiality in accounting. *Journal of Accounting Research*, 8, 116-129.

Fuji, A. H. (2004). O conceito de lucro econômico no âmbito da contabilidade aplicada. *Revista Contabilidade & Finanças*, 15(36), 74-86.

Gabriel, F. (2011). *Impacto da adesão às práticas recomendadas de governança corporativa no índice de qualidade da informação contábil* (Dissertação de Mestrado). Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, SP, Brasil.

Galiza, R. P., Lamoglia, F. R., & Szuster, N. (2018, julho). 10 anos da lei 11.638: O progresso na evidenciação, mensuração e registro dos ativos intangíveis nas empresas de energia elétrica. *Anais da USP International Conference in Accounting*, São Paulo, SP, Brasil, 18.

Garcia, E. A. R., Mota, S. H. M., Martins, M. G. L., & Forte, H. C. (2017, outubro). Evidenciação em notas explicativas: Um estudo do nível de evidenciação dos estoques nas empresas listadas na BM&FBOVESPA. *Anais do Congresso Nacional de Administração e Contabilidade-AdCont*, Rio de Janeiro, RJ, Brasil, 8.

Gasparini, V. M. R. (2015). *A adoção completa do IFRS e seus impactos no custo de capital próprio, calculados a partir de modelos de custo implícito de capital* (Dissertação de Mestrado). Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade de Ribeirão Preto, Universidade de São Paulo, São Paulo, SP, Brasil.

Gibbins, M., Richardson, A., & Waterhouse, J. (1990). The management of corporate financial disclosure: Opportunism, ritualism, policies, and processes. *Journal of accounting research*, 28(1), 121-143.

Girão, L. (2015). *Assimetria informacional, insider trading e avaliação de empresas: Evidências no mercado de capitais brasileiro* (Dissertação de Mestrado). Programa Multi-institucional e Inter-Regional de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, Universidade de Brasília, Brasília, DF, Brasil.

Glautier, M. W. E., & Underdown, B. (1994). *Accounting theory and practice*. Pitman Publishing.

Góes, G. A. (2018). *Obstáculos ao financiamento de pequenas e médias empresas por meio do mercado de ações no Brasil* (Dissertação de Mestrado). Escola de Direito de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, SP, Brasil.

Goldstein, I., & Leitner, Y. (2018). Stress tests and information disclosure. *Journal of Economic Theory*, 177, 34-69.

Gomes, F. M. (2018). *A influência dos padrões culturais na evidenciação contábil, das pequenas e médias empresas no Brasil* (Dissertação de Mestrado). Instituto Superior de Gestão – ISG, Lisboa, Portugal.

Gomes, S. M. S., Kouï, D. K., Bruni, A. L., & Oliveira, N. C. (2017). Relação entre o disclosure de riscos climáticos e o retorno anormal das empresas brasileiras. *Revista Universo Contábil*, 13(2).

Gonçalves, A. A. F. (2016). *Impactos da adoção do padrão contábil IFRS no Brasil: Houve redução na percepção do risco de seleção adversa pelos credores não bancários das empresas de capital aberto brasileiras?* (Dissertação de Mestrado). Programa Multi-institucional e Inter-Regional de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, Universidade de Brasília, Universidade Federal da Paraíba, Universidade Federal do Rio Grande do Norte, Brasília, DF, Brasil.

Gonçalves, J. C., Batista, B. L. L., Macedo, M. A. S., & Marques, J. A. V. C. (2014). Análise do impacto do processo de convergência às normas internacionais de contabilidade no Brasil: um estudo com base na relevância da informação contábil. *Revista Universo Contábil*, 10(3), 25-43.

Gonçalves, W. D. B., & Lemes, S. (2018). A relação dos gastos com P&D com a qualidade da informação contábil. *Contabilidade Vista & Revista*, 29(2), 68-95.

Gouveia, V. A. L., Silva, T. G., Szuster, N., & Szuster, F. (2018). Disclosure frente à crescente intangibilização das empresas: Valor contábil x valor de mercado. *Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade (REPeC)*, 12(4).

Graham, J. R., Harvey, C. R., & Rajgopal, S. (2005). The economic implications of corporate financial reporting. *Journal of Accounting and Economics*, 40(1-3), 3-73.

Graham, J. R., Li, S., & Qiu, J. (2008). Corporate misreporting and bank loan contracting. *Journal of Financial Economics*, 89(1), 44-61.

Gujarati, D. N. (2006). *Econometria básica*. Rio de Janeiro: Elsevier.

Habib, A., Hasan, M. M., & Al-Hadi, A. (2017). Financial statement comparability and corporate cash holdings. *Journal of Contemporary Accounting & Economics*, 13(3), 304-321.

Hang, M., Geyer-Klingenberg, J., Rathgeber, A. W., & Stöckl, S. (2018). Measurement matters – A meta-study of the determinants of corporate capital structure. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 68, 211-225.

Hassan, N. S. (2014). Investigating the impact of firm characteristics on the risk disclosure quality. *International Journal of Business and Social Science*, 5(11), 109-119.

He, G., Bai, L., & Ren, H. M. (2019). Analyst coverage and future stock price crash risk. *Journal of Applied Accounting Research*, 20(1), 63-77.

Healy, P. M., Hutton, A. P., & Palepu, K. G. (1999). Stock performance and intermediation changes surrounding sustained increases in disclosure. *Contemporary Accounting Research*, 16(3), 485-520.

Hendriksen, E. S., & Breda, M. F. V. (1999). *Teoria da contabilidade*. São Paulo: Atlas.

Hollindale, J., Kent, P., Routledge, J., & Chapple, L. (2019). Women on boards and greenhouse gas emission disclosures. *Accounting & Finance*, 59(1), 277-308.

Hope, O. K., & Wang, J. (2018). Management deception, big-bath accounting, and information asymmetry: Evidence from linguistic analysis. *Accounting, Organizations and Society*, 70, 33-51.

Hope, O. K., Thomas, W. B., & Vyas, D. (2017). Stakeholder demand for accounting quality and economic usefulness of accounting in US private firms. *Journal of Accounting and Public Policy*, 36(1), 1-13.

Hsiao, C. (2014). *Analysis of panel data*. Cambridge University Press.

IBGE (2019). *Produto interno bruto (PIB) real*. Recuperado de <http://www.ipeadata.gov.br/ExibeSerie.aspx?serid=38414>.

IFRS, *December 2007*. Preface to IFRS® standards. Recuperado de <https://IFRS.seo.ir/Admin/FileImageBrowser/GetFile?path=IFRSs%2Fpreface.pdf>.

IFRS, *March 2018*. Conceptual Framework for Financial Reporting 2018. Recuperado de <https://www.IFRS.org/-/media/project/conceptual-framework/fact-sheet-project-summary-and-feedback-statement/conceptual-framework-project-summary.pdf>.

Imhof, M. J., Seavey, S. E., & Smith, D. B. (2017). Comparability and cost of equity capital. *Accounting Horizons*, 31(2), 125-138.

Instrução CVM nº 457, de 13 de julho de 2007. Dispõe sobre a elaboração e divulgação das demonstrações financeiras consolidadas, com base no padrão contábil internacional emitido pelo International Accounting Standards Board-IASB. Recuperado de <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/instrucoes/anexos/400/inst457consolid.pdf>.

Iselin, M., & Nicoletti, A. (2017). The effects of SFAS 157 disclosures on investment decisions. *Journal of Accounting and Economics*, 63(2-3), 404-427.

Islam, S. Z., & Khandaker, S. (2015). Firm leverage decisions: Does industry matter?. *The North American Journal of Economics and Finance*, 31, 94-107.

Iudícibus, S. D. (2015). *Teoria da contabilidade*. São Paulo: Atlas.

Janiszewski, V. J., Carrascoso, L. A., Júnior, L. A. F., Lagioia, U. C. T., & Oliveira, M. F. J. (2017). Relação da Teoria da Sinalização com o desempenho das empresas a partir dos seus indicadores de performance de divulgação voluntária. *Revista Contabilidade e Controladoria*, 9(2).

Jardim, J. R. D. P. S. (2018). *A influência da estrutura de propriedade e controle sobre a estrutura de capital: Um estudo empírico no mercado acionário brasileiro de 2010 a 2016* (Tese de Doutorado). Universidade Presbiteriana Mackenzie, São Paulo, SP, Brasil.

Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360.

Ji, X. D., Lu, W., & Qu, W. (2017). Voluntary disclosure of internal control weakness and earnings quality: Evidence from China. *The International Journal of Accounting*, 52(1), 27-44.

Jiang, X., & Yang, M. (2017). Properties of optimal accounting rules in a signaling game. *Journal of Accounting and Economics*, 63(2-3), 499-512.

Jizi, M. (2017). The influence of board composition on sustainable development disclosure. *Business Strategy and the Environment*, 26(5), 640-655.

Julio, B., & Yook, Y. (2012). Political uncertainty and corporate investment cycles. *The Journal of Finance*, 67(1), 45-83.

Kam, V. (1990). *Accounting theory*. Wiley.

Khalil, S., Mansi, S., Mazboudi, M., & Zhang, A. J. (2019). Information asymmetry and the wealth appropriation effect in the bond market: Evidence from late disclosures. *Journal of Business Research*, 95, 49-61.

Kieschnick, R., & Moussawi, R. (2018). Firm age, corporate governance, and capital structure choices. *Journal of Corporate Finance*, 48, 597-614.

Kim, R., Kim, S., & Musa, P. M. (2018). When does comparability better enhance relevance? Policy implications from empirical evidence. *Journal of Accounting and Public Policy*, 37(5), 436-457.

Klann, R. C., & Beuren, I. M. (2011). Características de empresas que influenciam o seu disclosure voluntário de indicadores de desempenho. *BBR-Brazilian Business Review*, 8(2), 96-118.

Kling, G., Paul, S. Y., & Gonis, E. (2014). Cash holding, trade credit and access to short-term bank finance. *International Review of Financial Analysis*, 32, 123-131.

Konraht, J. M., & Vicente, E. F. R. (2019). Determinantes da utilização de covenants contábeis nas debêntures emitidas pelas empresas listadas na Bolsa Brasil Balcão. *Advances in Scientific and Applied Accounting*, 1(1), 101-119.

Kovach, J. J., Hora, M., Manikas, A., & Patel, P. C. (2015). Firm performance in dynamic environments: The role of operational slack and operational scope. *Journal of Operations Management*, 37, 1-12.

Krismiaji, N., Aryani, Y. A., & Suhardjanto, D. (2016). International financial reporting standards, board governance, and accounting quality: A preliminary Indonesian evidence. *Asian Review of Accounting*, 24(4), 474-497.

Kumar, S., Colombage, S., & Rao, P. (2017). Research on capital structure determinants: a review and future directions. *International Journal of Managerial Finance*, 13(2), 106-132.

Lang, M. H., & Lundholm, R. J. (1996). Corporate disclosure policy and analyst behavior. *Accounting Review*, 467-492.

Lay, L. A., Silva, T. B. J., & Michels, A. (2017). Fatores explicativos da evidenciação dos benefícios aos empregados em empresas brasileiras listadas no IBRX 100 da BM&FBOVESPA. *Revista de Gestão, Finanças e Contabilidade*, 7(1), 185-204.

Leland, H. E., & Pyle, D. H. (1977). Informational asymmetries, financial structure, and financial intermediation. *The Journal of Finance*, 32(2), 371-387.

Lennard, A. (2007). Stewardship and the objectives of financial statements: A comment on IASB's preliminary views on an improved conceptual framework for financial reporting: The objective of financial reporting and qualitative characteristics of decision-useful financial reporting information. *Accounting in Europe*, 4(1), 51-66.

Leoncio, Y. J. S., Castro, L. A., Silva, R. B., & Ponte, V. M. R. (2018, junho). Aspectos quantitativos da materialidade da informação divulgada em demonstrações contábeis e notas explicativas de indústrias de alimentos. *Anais do Congresso ANPCONT*, João Pessoa, PB, Brasil, 12.

Li, K., & Zhao, X. (2008). Asymmetric information and dividend policy. *Financial Management*, 37(4), 673-694.

Li, L., & Islam, S. Z. (2019). Firm and industry specific determinants of capital structure: Evidence from the Australian market. *International Review of Economics & Finance*, 59, 425-437.

Lima, L. V. A., & Machado, M. R. (2018, junho). Incentivos fiscais e sua influência no valor adicionado produzido pelas empresas. *Anais do Congresso AnpCont*, João Pessoa, PB, Brasil, 12.

Lima, M. R., & Brito, R. D. (2003, julho). O que determina a estrutura de capital no Brasil?. *Anais do Encontro Brasileiro de Finanças*, São Paulo, SP, Brasil, 3.

Lima, S. H. O., Freitas, G. A., Oliveira, M. C., & Leocádio, A. L. (2018). A influência de fatores institucionais sobre a divulgação de informações socioambientais na América Latina. *Revista Universo Contábil*, 14(3), 89.

Lima, V. S. D. (2016). *Efeitos da adoção mandatória do IFRS para o mercado de crédito no Brasil* (Tese de Doutorado). Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, SP, Brasil.

Lima, V. S., Lima, G. A. S. F., & Gotti, G. (2018). Effects of the adoption of IFRS on the credit market: Evidence from Brazil. *The International Journal of Accounting*, 53(2), 77-101.

Lindner, T., Klein, F., & Schmidt, S. (2018). The effect of internationalization on firm capital structure: A meta-analysis and exploration of institutional contingencies. *International Business Review*, 27(6), 1238-1249.

Lo, K., Ramos, F., & Rogo, R. (2017). Earnings management and annual report readability. *Journal of Accounting and Economics*, 63(1), 1-25.

Loncan, T. R., & Caldeira, J. F. (2014). Estrutura de capital, liquidez de caixa e valor da empresa: Estudo de empresas brasileiras cotadas em bolsa. *Revista Contabilidade & Finanças*, 25(64), 46-59.

Lopes, A. B., & Martins, E. (2014). *Teoria da contabilidade: Uma nova abordagem*. São Paulo: Atlas.

Lopes, I. F., & Beuren, I. M. (2018). Evidenciação da informação contábil: Uma retrospectiva das pesquisas socializadas no congresso ANPCONT. *Revista Evidenciação Contábil & Finanças*, 6(2), 58-80.

Lu, C. J., & Chen, C. J. (2019). Debt covenants and analysts' information environment. *Asia-Pacific Journal of Accounting & Economics*, 26(1-2), 17-37.

Lu, J., Ding, P., & Dasgupta, T. (2015). Construction of alternative hypotheses for randomization tests with ordinal outcomes. *Statistics & Probability Letters*, 107, 348-355.

Luo, X. R., Wang, D., & Zhang, J. (2017). Whose call to answer: Institutional complexity and firms' CSR reporting. *Academy of Management Journal*, 60(1), 321-344.

Ma, Z., Stice, D., & Williams, C. (2019). The effect of bank monitoring on public bond terms. *Journal of Financial Economics*, 133(2), 379-396.

Macedo, M. A. S., Machado, M. A. V., & Machado, M. R. (2013). Análise da relevância da informação contábil no Brasil num contexto de convergência às normas internacionais de contabilidade. *Revista Universo Contábil*, 9(1), 65-85.

Mansi, S. A., Maxwell, W. F., & Miller, D. P. (2011). Analyst forecast characteristics and the cost of debt. *Review of Accounting Studies*, 16(1), 116-142.

Maroco, J. (2007). *Análise estatística: Com utilização do SPSS*. Edições Sílabo.

Marques, T. D. A., Guimarães, T. M., & Peixoto, F. M. (2015). A concentração acionária no Brasil: Análise dos impactos no desempenho, valor e risco das empresas. *RAM. Revista de Administração Mackenzie*, 16(4), 100-133.

Marques, V. A., Bicalho, E. M. S., Peixoto, N. G. M., & Amaral, H. F. (2017). Estrutura de capital e qualidade da informação contábil: Evidências empíricas no mercado brasileiro no período de 2008-2014. *Portuguese Journal of Finance, Management and Accounting*, 3(5).

Martins, G. D. A., & Theóphilo, C. R. (2009). *Metodologia da investigação científica para ciências sociais aplicadas*. São Paulo: Atlas.

Martins, H. C., & Terra, P. R. S. (2015). Maturidade do endividamento, desenvolvimento financeiro e instituições legais: Análise multinível em empresas latino-americanas. *Revista de Administração*, 50(3), 381-394.

Mayer, R. (2017). *A evidenciação de informações contábeis obrigatórias e voluntárias: Um estudo em clubes de futebol brasileiros* (Dissertação de Mestrado). Universidade do Vale do Rio dos Sinos – UNISINOS, São Leopoldo, RS, Brasil.

Mazzioni, S., & Klann, R. C. (2016). Determinantes da qualidade da informação contábil no contexto internacional. *Revista Contemporânea de Contabilidade*, 13(29), 03-32.

Medeiros, O. R., & Daher, C. E. (2008). Testando teorias alternativas sobre a estrutura de capital nas empresas brasileiras. *RAC-Revista de Administração Contemporânea*, 12(1), 177-199.

Medeiros, O. R., & Daher, C. E. (2008). Testando teorias alternativas sobre a estrutura de capital nas empresas brasileiras. *RAC-Revista de Administração Contemporânea*, 12(1), 177-199.

Melloni, G., Caglio, A., & Perego, P. (2017). Saying more with less? Disclosure conciseness, completeness and balance in Integrated Reports. *Journal of Accounting and Public Policy*, 36(3), 220-238.

Miglo, A. (2017). Timing of earnings and capital structure. *The North American Journal of Economics and Finance*, 40, 1-15.

Miller, M. H. (1977). Debt and taxes. *The Journal of Finance*, 32(2), 261-275.

Modigliani, F., & Miller, M. H. (1959). The cost of capital, corporation finance, and the theory of investment: Reply. *The American Economic Review*, 49(4), 655-669.

Moradi, A., & Paulet, E. (2019). The firm-specific determinants of capital structure – An empirical analysis of firms before and during the Euro Crisis. *Research in International Business and Finance*, 47, 150-161.

Morris, R. D. (1987). Signalling, agency theory and accounting policy choice. *Accounting and Business Research*, 18(69), 47-56.

Mota, S. L., & Martins, O. S. (2018, junho). Dividendos e reação do mercado: Uma análise sob o enfoque das teorias da sinalização e do fluxo de caixa livre. *Anais do Congresso Anpcont*, João Pessoa, PB, Brasil, 12.

Moura, G. D., Zanchi, M. M., Mazzioni, S., Macêdo, F. F., & Krueger, S. D. (2017). Determinantes da qualidade da informação contábil em grandes companhias abertas listadas na BM&FBOVESPA. *Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade (REPeC)*, 11(3).

Moura, G. D., Ziliotto, K., & Mazzioni, S. (2016). Fatores determinantes da qualidade da informação contábil em empresas brasileiras listadas na BM&FBovespa. *Revista de Contabilidade e Organizações*, 10(27), 17-30.

Mourad, N. A., & Paraskevopoulos, A. (2010). IFRS: *Introdução às normas internacionais de contabilidade*. Atlas.

Myers, S. C. (1984). The capital structure puzzle. *The Journal of Finance*, 39(3), 574-592.

Myers, S. C. (2003). Financing of corporations. In Constantinides, G. M., Harris, M., & Stulz, R. M. (Org.) *Handbook of the Economics of Finance* (1ª ed., pp. 215-253). North Holland.

Myers, S. C., & Majluf, N. S. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, 13(2), 187-221.

Nakamura, W. T., Forte, D., Martin, L., Manoel, D., Costa, F., Castilho, A., & Amaral, A. C. (2007). Determinantes de estrutura de capital no mercado brasileiro -Análise de regressão com painel de dados no período 1999-2003. *Revista Contabilidade & Finanças-USP*, 18(44), 72-85.

Nascimento, M. M., Wajnberg, D., Silva, F. B. D., & Roma, S. L. C. (2018). Mercado de capitais. In: Ferrari, M. A. R. et al. (Org.) *O BNDES e as agendas setoriais: Contribuições para a transição de governo*. (pp. 173-184). Rio de Janeiro: Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social.

Neves, F. C. D. (2017). *A relação do monitoramento e transparência com a quantidade de covenants nos contratos de debêntures* (Dissertação de Mestrado). Universidade Federal do Espírito Santo, Vitória, ES, Brasil.

Nichols, L. M. (1997). An investigation of the effect of reporting changes proposed by the AICPA on lending decisions. *Journal of Applied Business Research*, 13, 47-54.

Nicoleta-Cornelia, B. S., Sorina-Geanina, M. S., Mihaela, C. D., & Rodica, D. G. (2012). Accounting and extra-accounting information-valences in meeting the financial analysis. *Procedia-Social and Behavioral Sciences*, 62, 531-535.

Niyama, J. K. (2007). *Contabilidade internacional*. São Paulo: Atlas.

Niyama, J. K., & Silva, C. A. (2013). *Teoria da contabilidade*. Editora Atlas.

Nobes, C. W., & Stadler, C. (2015). The qualitative characteristics of financial information, and managers' accounting decisions: Evidence from IFRS policy changes. *Accounting and Business Research*, 45(5), 572-601.

Nogueira, D. R., & Pires, P. A. S. (2017). Disclosure level of CPC 29 biological assets: Analysis of determining factors in brazilian companies. *Contabilidade, Gestão e Governança*, 20(1), 38-54.

Obaidat, A. N. (2007). Accounting information qualitative characteristics gap: Evidence from Jordan. *International Management Review*, 3(2).

Oliveira, G. C., & Wolf, P. J. W. (2016). *A dinâmica do mercado de crédito no Brasil no período recente (2007-2015)*. (Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada - IPEA Working Paper n. 2243). Recuperado de http://www.ipea.gov.br/portal/index.php?option=com_content&view=article&id=28815

Pacheco, J., Rover, S., & Vicente, E. F. R. (2018). Value relevance do nível de evidenciação do ativo intangível nas companhias de capital aberto brasileiras. *Revista Contemporânea de Contabilidade*, 15(37), 178-199.

Pan, L. H., Lin, C. T., Lee, S. C., & Ho, K. C. (2015). Information ratings and capital structure. *Journal of Corporate Finance*, 31, 17-32.

Pan, W. F., Wang, X., & Yang, S. (2019). Debt maturity, leverage, and political uncertainty. *The North American Journal of Economics and Finance*, 50, 100981.

Parsa, B. P., & Sarraf, F. (2018). Financial statement comparability and the expected crash risk of stock prices. *Advances in Mathematical Finance and Applications*, 3(3), 77-93.

Passos, L. C., & Coelho, A. C. (2019). Conservadorismo condicional em função de demanda e sinalização informacional no mercado brasileiro. *Revista Universo Contábil*, 15(1).

Paulo, E., Cavalcante, P. R. N., & Melo, I. I. S. L. (2012). Qualidade das informações contábeis na oferta pública de ações e debêntures pelas companhias abertas brasileiras. *BBR-Brazilian Business Review*, 9(1), 1-26.

Pereira, R. M., Silva, V. R. F., Reina, D. R. M., Reina, D., & Silva, W. A. M. (2018). Disclosure socioambiental das empresas brasileiras de capital aberto listadas no Índice de Sustentabilidade Empresarial. *Revista de Administração e Contabilidade - RAC (CNEC)*, 16(32), 120-143.

Petkevich, A., & Prevost, A. (2018). Managerial ability, information quality, and the design and pricing of corporate debt. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 51(4), 1033-1069.

Pietro Neto, J., Decourt, R. F., & Galli, O. C. (2011). Proventos - A teoria da sinalização: Variações de mercado. *Revista de Administração FACES Journal*, 10(4), 150-168.

Platonova, E., Asutay, M., Dixon, R., & Mohammad, S. (2018). The impact of corporate social responsibility disclosure on financial performance: Evidence from the GCC Islamic banking sector. *Journal of Business Ethics*, 151(2), 451-471.

Póvoa, A. C. S., & Nakamura, W. T. (2015). Relevância da estrutura de dívida para os determinantes da estrutura de capital: Um estudo com dados em painel. *Revista Contemporânea de Contabilidade*, 12(25), 3-26.

Power, S. B., Cleary, P., & Donnelly, R. (2017). Accounting in the London Stock Exchange's extractive industry: The effect of policy diversity on the value relevance of exploration-related disclosures. *The British Accounting Review*, 49(6), 545-559.

Prado, T. A. D. R. (2017). *Características institucionais dos países e práticas de evidenciação das provisões e passivos contingentes ambientais: Um estudo internacional* (Tese de Doutorado). Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade de Ribeirão Preto, Universidade de São Paulo, São Paulo, SP, Brasil.

Pronunciamento técnico CPC 00 (R1), de 15 de dezembro de 2011. Estrutura conceitual para elaboração e divulgação de relatório contábil-financeiro. Recuperado de http://static.cpc.aatb.com.br/Documentos/147_CPC00_R1.pdf.

Pronunciamento Técnico CPC 09, de 12 de novembro de 2008. Demonstração do Valor Adicionado (DVA). Recuperado de http://static.cpc.aatb.com.br/Documentos/175_CPC_09.pdf.

Puspitaningtyas, Z. (2019). Empirical evidence of market reactions based on Signaling Theory in Indonesia Stock Exchange. *Investment Management and Financial Innovations*, 16(2), 66-77.

Queiroz, J., & Almeida, J. (2017). Efeitos das hipóteses da teoria positiva da contabilidade na qualidade da informação contábil. *Revista Universo Contábil*, 13(3), 50-69.

Raupp, F. M., & Beuren, I. M (2006). Metodologia da pesquisa aplicável às Ciências Sociais. In Beuren, I. M. (Org.) *Como elaborar trabalhos monográficos em Contabilidade: Teoria e prática* (pp. 79-97). São Paulo: Atlas.

Rezende, C. V., Almeida, N. S., & Lemes, S. (2015). Impacto das IFRS na assimetria de informação evidenciada no mercado de capitais brasileiro. *Revista de Contabilidade e Organizações*, 9(24), 18-30.

Ribeiro, F., Consoni, S., & Colauto, R. D. (2018). A influência do board interlocks na prática da divulgação voluntária em empresas brasileiras. *Revista Contemporânea de Contabilidade*, 15(37), 120-138.

Ribeiro, R. R. M., Sanches, C. C., Garcia, E. L. M., Soares, A. C. C., & Oliveira, N. C. (2018, agosto). Ativo específico: Uma análise da evidenciação das indústrias petroquímicas listadas na BM&FBOVESPA. *Anais do Congresso Internacional de Administração*, Sucre, Bolívia.

Rocca, C. A. (2018). *Financiamento do investimento no Brasil e o papel do mercado de capitais*. Recuperado de <https://web.bndes.gov.br/bib/jspui/handle/1408/15840>.

Rodrigues, S. V., Moura, H. J. D., Santos, D. F. L., & Sobreiro, V. A. (2017). Capital structure management differences in Latin American and US firms after 2008 crisis. *Journal of Economics, Finance and Administrative Science*, 22(42), 51-74.

Sadalia, I., Rahamani, N. A. B., & Muda, I. (2017). The significance of internet based financial information disclosure on corporates' shares in Indonesia. *International Journal of Economic Research*, 14(12), 337-346.

Sampaio, J. O., Gallucci Netto, H., & Silva, V. A. B. (2017). *Mandatory IFRS adoption in Brazil and firm value*. (São Paulo School of Economics – Fundação Getúlio Vargas Working Paper n. 442). Recuperado de <https://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/handle/10438/18019>.

Santos, D. Z., Castilho, D., & Gonzales, A. (2017). Avaliação do nível de disclosure de passivos ambientais contingentes pelas principais empresas do setor elétrico entre 2010 e 2014. *Revista Científica Hermes*, 19, 585-609.

Sarlo Neto, A., Teixeira, A. J. C., Loss, L., & Lopes, A. B. (2005). O diferencial no impacto dos resultados contábeis nas ações ordinárias e preferenciais no mercado brasileiro. *Revista Contabilidade & Finanças*, 16(37), 46-58.

Schipper, K. (2003). Principles-based accounting standards. *Accounting Horizons*, 17(1), 61-72.

Schneider, A. (2018). Studies on the impact of accounting information and assurance on commercial lending judgments. *Journal of Accounting Literature*, 41, 63-74.

Schroeder, R. G., Clark, M. W., & Cathey, J. M. (2013). *Financial accounting theory and analysis: Text and cases*. John Wiley & Sons.

Sengupta, P. (1998). Corporate disclosure quality and the cost of debt. *Accounting Review*, 459-474.

Silva, A., Souza, T. R., & Klann, R. C. (2017). A influência dos ativos intangíveis na relevância da informação contábil. *Revista Contemporânea de Contabilidade*, 14(31), 26-45.

Silva, J. C. G. D., & Brito, R. D. (2005). Testando as previsões de trade-off e pecking order sobre dividendos e dívida no Brasil. *Estudos Econômicos (São Paulo)*, 35(1), 37-79.

Silva, J. P., Bonfim, M. P., Niyama, J. K., & Silva, C. A. T. (2017). Adoção ao padrão IFRS e earnings quality: A persistência do lucro das empresas listadas na BM&FBovespa. *Revista de Contabilidade e Organizações*, 11(29), 46-55.

Silva, L. R. D. C. E., Rêgo, T. D. F., Oliveira, K. C., & Silva, J. P. C. D. (2018, julho). Instrumentos financeiros derivativos: Análise do grau de evidenciação das operações pelas companhias brasileiras listadas no Ibovespa. *Anais da USP International Conference in Accounting*, São Paulo, SP, Brasil, 18.

Silva, M. C., Cherobim, A. P. M. S., & Clemente, A. (2014, outubro). Governança das IPO's no mercado de capitais no Brasil no período de 2010 a 2013: Em que medida é possível evidenciar os recursos destinados à inovação?. *Anais dos Seminários em Administração – SemeAd*, São Paulo, SP, Brasil, 17.

Silva, M. F., Pereira, É. J. D. A. L., Silva Filho, A. M., Castro, A. P. N., Miranda, J. G. V., & Zebende, G. F. (2015). Quantifying cross-correlation between Ibovespa and Brazilian blue-chips: The DCCA approach. *Physica A: Statistical Mechanics and its Applications*, 424, 124-129.

Silva, R. L. M. D. (2013). *Adoção completa das IFRS no Brasil: qualidade das demonstrações contábeis e o custo de capital próprio* (Tese de Doutorado). Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, SP, Brasil.

Silva, R. L. M., & Nardi, P. C. C. (2014, agosto). A adoção completa das IFRS no Brasil reduz o custo de capital próprio?. *Anais do Congresso Anpcont*, Rio de Janeiro, RJ, Brasil, 8.

Soares, J. M. I., & Marcon, R. (2019). Mecanismos internos de governança e a participação acionária de estrangeiros: Uma análise das companhias abertas brasileiras. *Revista Eletrônica de Negócios Internacionais: Internext*, 14(3), 251-264.

Souza, M. M., & Borba, J. A. (2017). Value relevance do nível de disclosure das combinações de negócios e do goodwill reconhecido nas companhias de capital aberto brasileiras. *Revista Contabilidade & Finanças*, 28(73), 77-92.

Souza, P. V. S., & Almeida, S. R. V. (2017). Fatores relacionados ao nível de disclosure das companhias brasileiras de capital aberto listadas na BM&FBOVESPA. *Revista Universo Contábil*, 13(2).

Spence, M. (1973). Job market signaling. *Quarterly Journal of Economics*, 87, 355-374.

Spence, M. (2002). Signaling in retrospect and the informational structure of markets. *American Economic Review*, 92, 434-459.

Stadler, C., & Nobes, C. W. (2018). Accounting for government grants: Standard-setting and accounting choice. *Journal of Accounting and Public Policy*, 37(2), 113-129.

Stock, J. H., & M. Yogo (2005). Testing for weak instruments in linear IV regression. In D. W. K. Andrews and J. H. Stock (Ed.), *Identification and inference for econometric models: Essays in honor of Thomas Rothenberg*, (pp. 80–108). New York: Cambridge University Press.

Sunder, L., & Myers, S. C. (1999). Testing static tradeoff against pecking order models of capital structure. *Journal of Financial Economics*, 51(2), 219-244.

Talaska, A., & Oliveira, D. D. L. (2017). Nível de disclosure de ativos biológicos nas empresas listadas na BM&FBOVESPA: Análise pós-adoção do valor justo. *Revista de Contabilidade do Mestrado em Ciências Contábeis da UERJ*, 21(3), 22-39.

Tee, K., & Tessema, A. M. (2019). Stock market reactions to dividend and earnings announcements in a tax-free environment. *International Finance*, 22(2), 241-259.

Teixeira, E. A., Nossa, V., & Funchal, B. (2010, junho). Sinalizando responsabilidade social: Relação entre o índice de sustentabilidade empresarial e a estrutura de capital das empresas. *Anais do Congresso Anpcont*, Natal, RN, Brasil, 4.

Teixeira, E. A., Nossa, V., & Funchal, B. (2011). O índice de sustentabilidade empresarial (ISE) e os impactos no endividamento e na percepção de risco. *Revista Contabilidade & Finanças*, 22(55), 29-44.

Tirole, J. (2006). *The theory of corporate finance*. Princeton University Press.

Tong, G., & Green, C. J. (2005). Pecking order or trade-off hypothesis? Evidence on the capital structure of chinese companies. *Applied Economics*, 37(19), 2179-2189.

Tristão, P. A. (2014). *A influência da assimetria informacional na estrutura de capital das empresas brasileiras: Análise dos segmentos especiais da BOVESPA* (Dissertação de Mestrado). Universidade Federal de Santa Maria, Santa Maria, RS, Brasil.

Van Beest, F., Braam, G., & Boelens, S. (2009). *Quality of financial reporting: Measuring qualitative characteristics*. (Nijmegen Center for Economics – NiCE Working Paper, n. 09-108). Recuperado de https://www.ru.nl/publish/pages/516298/nice_09108.pdf.

Verrecchia, R. E. (1990). Information quality and discretionary disclosure. *Journal of Accounting and Economics*, 12(4), 365-380.

Verrecchia, R. E. (2001). Essays on disclosure. *Journal of Accounting and Economics*, 32(1-3), 97-180.

Vieira, R. B. (2010). *Impactos da implantação parcial das IFRS no Brasil: Efeitos na qualidade das informações contábeis das empresas de capital aberto* (Dissertação de Mestrado). Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade de Ribeirão Preto, Universidade de São Paulo, São Paulo, SP, Brasil.

Watts, R. L., & Zimmerman, J. L. (1986). *Positive accounting theory*. Prentice-hall.

Wei, L., Li, G., Zhu, X., Sun, X., & Li, J. (2019). Developing a hierarchical system for energy corporate risk factors based on textual risk disclosures. *Energy Economics*, 80, 452-460.

Welker, M. (1995). Disclosure policy, information asymmetry, and liquidity in equity markets. *Contemporary Accounting Research*, 11(2), 801-827.

Wooldridge, J. M. (2010). *Introdução à econometria: Uma abordagem moderna* (J. A. Ferreira, Trad.; G. C. L. Noriega, Rev. Téc.). São Paulo: Cengage Learning.

Wooldridge, J. M. (2016). *Introductory econometrics: A modern approach*. Cengage Learning.

Zhai, J., & Wang, Y. (2016). Accounting information quality, governance efficiency and capital investment choice. *China Journal of Accounting Research*, 9(4), 251-266.

Zhou, S., Simnett, R., & Green, W. (2017). Does integrated reporting matter to the capital market? *Abacus*, 53(1), 94-132.